

Universidade Técnica de Lisboa

Instituto Superior de Economia e Gestão

Dissertação de Mestrado em Economia

Internacional

**O Impacto dos Anúncios das Alianças na
Criação de Valor: o Caso Português**

Andreia Catarina Lopes Salmim

Orientador: Doutor Vítor Manuel Mendes Magriço

Júri:

Presidente: Doutor João Dias

Vogais: Doutor José Manuel Martins Caetano

Doutor Vítor Manuel Mendes Magriço

Julho de 2006

Universidade Técnica de Lisboa

Instituto Superior de Economia e Gestão

Dissertação de Mestrado em Economia Internacional



O Impacto dos Anúncios das Alianças na Criação de Valor: o Caso Português

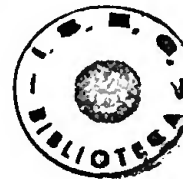
Orientador: Doutor Vítor Manuel Mendes Magriço

Júri:

Presidente: Doutor João Dias

Vogais: Doutor José Manuel Martins Caetano

Doutor Vítor Manuel Mendes Magriço



Resumo

No presente trabalho analisou-se para o caso português, o impacto dos anúncios de alianças entre empresas na criação de valor, medido através do rendimento anormal dos títulos. Entenderam-se como alianças entre empresas as fusões, aquisições, *joint-ventures*, e outras alianças.

Usando a metodologia *event-study* e modelos de regressão linear múltipla (análise *cross-section*), testou-se a hipótese dos anúncios de alianças entre empresas provocarem um impacto favorável no rendimento dos títulos dessas empresas. Testou-se igualmente a influência de determinadas variáveis como a dimensão das empresas, as alianças realizadas entre empresas do mesmo grupo ou com empresas de grupos diferentes, as alianças realizadas entre empresas do mesmo sector ou entre empresas de sectores distintos e as alianças entre empresas nacionais ou entre empresas nacionais e empresas estrangeiras.

Os resultados obtidos permitem concluir que as alianças causam um impacto favorável sobre o rendimento dos títulos das empresas que as formam no dia do anúncio. Concluiu-se ainda que o mercado de títulos português valoriza mais alianças entre parceiros nacionais e alianças entre empresas do mesmo sector. Por outro lado, não se verificou nenhuma relação entre rendimento anormal dos títulos e dimensão das empresas nem o impacto mais vantajoso de alianças inter-grupo.

Palavras-chave: teoria das organizações e estrutura de mercado, mercados vs hierarquias, *joint-ventures*, informação e mercado eficiente, *event-studies*, modelos *cross-section*.

Classificação J.E.L.: L22, L24, G14, C31.



Abstract

In the present work it was analyzed for the Portuguese case, the impact of the announcements of alliances between companies in the creation of value, measured through the abnormal income of the assets. Alliances between companies include: mergers, acquisitions, *joint-ventures*, and other.

Using the methodology event-study and models of multiple linear regression (cross-section analysis), it was tested the following hypothesis: "The announcements of alliances between companies provoke a favorable impact in the income of these companies assets." The influence of determined variables such as the dimension of the companies was equally tested. Other tested variables were: the alliances between companies from the same group or alliances between companies from different groups; alliances between companies from the same sector or alliances between companies from different sectors; finally, alliances between national companies or between national and foreign companies.

The results allow concluding that, in the day of the announcement, the alliances cause a favorable impact in the companies assets income. One also concluded the Portuguese assets market privileges alliances between national partners and between companies from the same sector. On the other hand, it verifies no relation between abnormal income of the companies assets and the companies dimension neither the impact of most advantageous alliances inter-group.

Keywords: firm organization and market structure, markets vs. hierarchies, joint-ventures, information and market efficient, event studies, cross-sectional models.

J.E.L Classification: L22, L24, G14, C31.

Índice Geral

Introdução geral	12
------------------	----

Capítulo 1

Enquadramento Geral das Alianças

Introdução	13
1.1 Definições de aliança	14
1.2 Factores motivadores das alianças	18
1.3 Fases de evolução das alianças	21
1.4 Factores que influenciam o sucesso / insucesso das alianças	22
1.5 Algumas teorias relevantes explicativas do comportamento de aliança	24
1.5.1 Abordagem da teoria dos custos de transacção	24
1.5.2 Abordagem da teoria de dependência de recursos	25
1.5.3 Abordagem da aprendizagem organizacional	25
1.5.4 Abordagem do <i>marketing</i> de relacionamento	26
1.5.5 Abordagem do comportamento estratégico	26
Conclusão	28

Capítulo 2

O Impacto das Alianças na Criação de Valor: Breve Revisão da Literatura

Introdução	30
------------	----

2.1 Enquadramento teórico	31
2.2 Alianças e valorização dos títulos	33
2.3 Evidência empírica	35
2.3.1 Sinergia das alianças	35
2.3.2 Dimensão das empresas	37
2.3.4 Grupo	40
2.3.5 Nacionalidade dos parceiros	42
2.3.6 Sector	43
Conclusão	53

Capítulo 3

Hipóteses, Metodologia e Dados

Introdução	55
3.1 Hipóteses	56
3.2 Metodologia	59
3.2.1 <i>Event study</i>	59
3.2.2 <i>Análise Cross Section</i>	64
3.3 Modelos	68
3.4 Dados	70
Conclusão	75

Capítulo 4

Análise de Resultados

Introdução	76
4.1 Análise dos resultados da hipótese H1: sinergia das alianças (variáveis FAQ e ALJV)	80
4.2 Análise dos resultados da hipótese H2: dimensão relativa (variável LCB)	83
4.3 Análise dos resultados da hipótese H3: sinergia inter-grupo (variável FIL)	84
4.4 Análise dos resultados da hipótese H4: superioridade nacional (variável NAC)	84
4.5 Análise dos resultados da hipótese H5: alianças intra-sectoriais (variável SEC)	85
Conclusão	86
Conclusão geral	88
Bibliografia	93

Lista de Quadros, Figuras, Caixas e Gráficos

Capítulo 1

Figura 1.1	Alianças: entre o mercado e a hierarquia	16
Caixa 1.1	Algumas definições de aliança	17
Quadro 1.1	Antecedentes à formação de alianças	19
Quadro 1.2	Fases de evolução das alianças estratégicas segundo Iyer (2002)	21
Quadro 1.3	Fases de evolução das alianças estratégicas segundo Wohlsetter e outros (2005)	22
Quadro 1.4	Relação entre as teorias e os objectivos das alianças	27

Capítulo 2

Quadro 2.1	Principiais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos	45
-------------------	--	-----------

Capítulo 3

Figura 3.1	Linha de tempo 1	61
Figura 3.2	Linha de tempo 2	61
Gráfico 3.1	Peso de cada tipo de anúncio no total da amostra	72
Quadro 3.1	Frequência da distribuição por anos do tipo de acontecimentos	73
Quadro 3.2	Distribuição de acontecimento por sector	84

Capítulo 4

Quadro 4.1	Resultados das regressões lineares múltiplas (cálculo do rendimento anormal considerando 150 dias para a estimação)	78
Quadro 4.2	Resultados das regressões lineares múltiplas (cálculo do rendimento anormal considerando 120 dias para a estimação)	79
Quadro 4.3	Resumo dos resultados das regressões lineares múltiplas robustas à heteroscedasticidade (cálculo do rendimento anormal considerando 150 dias para a estimação)	82
Quadro 4.4	Resumo dos resultados das regressões lineares múltiplas robustas à heteroscedasticidade (cálculo do rendimento anormal considerando 120 dias para a estimação)	83

À minha família

Agradecimentos

A realização deste trabalho só foi possível graças ao apoio de um grande grupo de pessoas, às quais, embora não refira todos os nomes, estou muito grata pela sua disponibilidade. No entanto, não podia deixar de citar alguns dos contributos imprescindíveis à elaboração desta dissertação.

Em primeiro lugar quero agradecer ao meu orientador, Professor Doutor Vítor Magriço. Agradeço-lhe toda a dedicação prestada, não só no evoluir normal da dissertação mas também toda a motivação que me deu mesmo quando as dificuldades pareciam não terminar.

Agradeço também ao Professor Doutor João Dias pelos seus comentários e sugestões sobre questões fulcrais para o trabalho.

Os meus agradecimentos vão também para o Dr. João Paulo Filipe pelos seus valiosos comentários que permitiram ultrapassar algumas dificuldades práticas do trabalho.

Também não poderia deixar de referir o grande apoio dado pelo Dr. José Manuel Carreira, principalmente na parte final do trabalho, quando o limite do prazo me causou grandes dificuldades, para ele também ficam os meus agradecimentos.

Agradeço também ao Instituto Superior de Economia e Gestão pelos seus excelentes recursos humanos e condições dadas ao nível de instalações, nomeadamente a biblioteca que me permitiu obter grande parte da bibliografia.

Por fim agradeço à Caixa Geral de Depósitos, instituição onde trabalho, também pelas pesquisas bibliográficas que me permitiu obter através da sua excelente base dados.

Introdução Geral

Na economia actual, as empresas dispõem de uma variedade de estratégias para atingir os seus objectivos. Entre essas estratégias, destacam-se as alianças que pressupõem diversos tipos de relações entre empresas com vista a aumentar as vantagens competitivas e a criação de valor. As alianças podem tomar diferentes formas que vão desde acordos mais ou menos formalizados, *joint-ventures* e, no limite, fusões e aquisições (Chiou e White, 2003).

O objectivo deste trabalho é analisar o impacto dos anúncios de alianças na criação de valor das empresas portuguesas cotadas em bolsa medido através da valorização dos seus títulos. Para essa análise é importante reter que estão subjacentes dois pressupostos: o da eficiência dos mercados financeiros (pelo menos na forma semi-forte) e que os anúncios das alianças são acontecimentos inesperados e imprevisíveis na perspectiva dos investidores.

A dissertação está estruturada em quatro capítulos. No primeiro capítulo, será feito um breve enquadramento geral, apresentando alguns conceitos, motivações, factores de sucesso / insucesso, fases de evolução e algumas teorias explicativas de alianças. No segundo capítulo, será feita uma breve revisão da literatura sobre o impacto das alianças na criação de valor. No terceiro capítulo, será feita a apresentação das hipóteses a testar, a metodologia e modelos a utilizar e a apresentação dos dados. No quarto capítulo, serão apresentados os resultados dos modelos e a sua interpretação. Por último apresenta-se a conclusão geral do trabalho.

Capítulo 1

Enquadramento Geral das Alianças

Introdução

O ambiente cada vez mais competitivo com que se deparam as empresas obriga a constantes tomadas de decisão que muitas vezes passam pela formação de alianças.

As alianças entre empresas são actualmente um acontecimento frequente, tanto a nível nacional como a nível internacional, que se intensificou principalmente a partir dos anos 80.

A literatura existente sobre a formação de alianças é vasta mas bastante fragmentada, como afirmam Hynes e Mollenkopf (1998), existindo uma multiplicidade de definições de aliança o que dificulta a análise e comparabilidade entre os diversos estudos existentes.

Este capítulo pretende fazer uma abordagem muito sintética sobre a diversidade de conceitos, motivações, factores de sucesso / insucesso, fases de evolução e algumas teorias explicativas da formação de alianças.

1.1 Definições de aliança

É objectivo deste ponto fazer uma muito breve enumeração de alguns conceitos de aliança existentes na literatura.

Dentro das alianças cabe uma grande panóplia de formas organizacionais, tais como: acordos de licença, acordos de franchising, *joint-ventures*, fusões e muitos outros.

Um acordo de licença é um “acordo pelo qual uma empresa concede a outra o direito de utilizar determinados conhecimentos (*know-how*) e / ou de explorar direitos de propriedade industrial (marcas, patentes, modelos e desenhos) contra um pagamento, expresso normalmente através de *royalties*”. (Simões, 1997, pág.400)

De acordo com Simões [(1997), pág. 400], o contrato de *franchising* é um “acordo pelo qual uma empresa (franqueador ou *franchisor*) concede a outra (franqueado ou *franchisee*) o direito de explorar, sob uma determinada imagem e num contexto e espaço claramente definidos, um determinado negócio”.

“Uma *joint-venture* é uma forma de aliança que dá origem a uma entidade juridicamente independente (criada ou adquirida) e cuja propriedade é partilhada pelos parceiros” (Magriço, 2000, pág.108)

De acordo com McConnell e Nantell, [(1985), pág.519], uma fusão pode ser definida da seguinte forma: “a corporate merger represents the joining together of all the resources of two companies under a single management to accomplish some set of objectives ”.

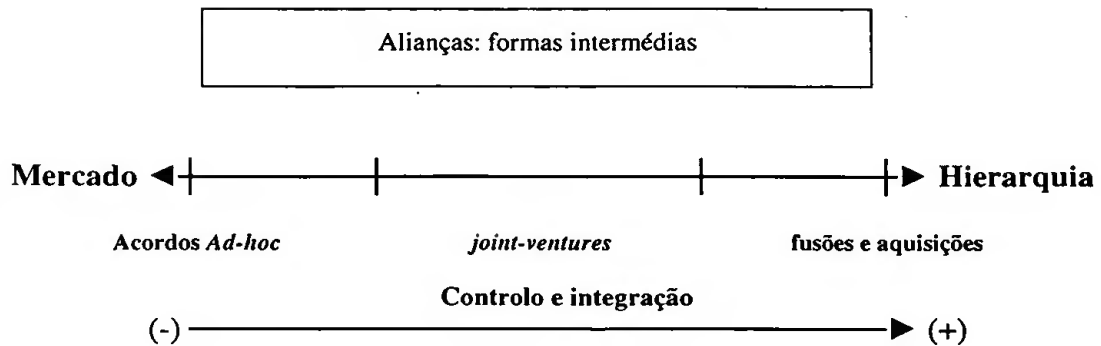
Refere-se ainda que existe grande diversidade não só nas definições de alianças, como também nas suas classificações, pois muitas vezes os autores usam terminologias próprias para as classificar. Magriço (2000) apresenta, entre outras, a seguinte classificação de alianças:

- Alianças de complementaridade e de escala;
- Alianças tecnológicas, de produção e comerciais;
- Alianças estratégicas e de diversificação;
- Alianças nacionais, internacionais e partenariado.

Em muitos estudos que abordam o tema das alianças estas aparecem definidas como formas de organização intermédias entre o mercado puro e a integração pura, ou seja a hierarquia. Nielsen (2000) defende que à medida que se caminha do mercado para a hierarquia as necessidades de controlo e integração sentidas pelas empresas aumentam.

Figura 1.1

Alianças: entre o mercado e a hierarquia



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Nielsen (2000)

A definição de aliança adoptada neste trabalho é uma definição bastante abrangente que engloba diferentes formas organizacionais que vão desde acordos mais ou menos formalizados, *joint-ventures* e no limite fusões e aquisições (Chiou e White, 2003).

A caixa 1.1 apresenta algumas definições de alianças existentes na literatura. Existe uma grande multiplicidade de expressões para designar o comportamento de aliança, ou se quisermos, a cooperação entre as empresas, que, consoante os autores, podem apresentar diferenças significativas ou diferenças muito ténues.

Caixa 1.1

Algumas definições de aliança

“Alliances are organizational forms that allow otherwise independent firms to share resources of a variety of sorts. Conceptually, we think of them as intermediate organizational forms between markets and hierarchies”. (Anand e Khanna, 2000, pág.295)

“Forma de organização das relações económicas entre empresas juridicamente independentes, públicas ou privadas e estrategicamente autónomas, que se situa entre as formas de organização extremas “mercado puro” e “integração pura” mas que não se confunde com elas, e que tem por base um acordo de cooperação explicitado num contrato de longo prazo, escrito ou verbal e caracterizado pelos seguintes atributos: a) vontade em atingir um objectivo comum que pode revestir a forma de transacções continuadas e / ou criação de novos bens, tangíveis ou intangíveis; b) gestão partilhada de recursos colocados em comum pelas partes; e c) partilha equilibrada dos efeitos negativos da incerteza e dos ganhos de acordo com o esforço desenvolvido por cada parceiro ”. (Magriço, 2000, pág. 105)

“Trata-se de um conjunto diversificado de acordos entre empresas, caracterizados pela reciprocidade ou pela conjugação de esforços e de competências entre as empresas participantes”. (Simões, 1997, pág.400)

Fonte: Elaboração própria, a partir dos autores.

1.2 Factores motivadores das alianças

A literatura refere múltiplos factores motivadores do comportamento de aliança. No entanto, muitos deles são redundantes, como por exemplo o acesso a novas tecnologias e o acesso a novos produtos, significam o desejo de aceder a novos recursos.

Seguindo a lógica de que muitos dos factores que levam à formação de alianças representam, de uma forma geral, a mesma motivação e sendo praticamente impossível enumerar todos esses factores, alguns autores optam por apresentá-los agrupando-os em subconjuntos.

Hynes e Mollenkopf (1998) agrupam os factores motivadores das alianças em cinco tipos genéricos:

- Vantagens de custos;
- Diminuição dos riscos e da incerteza;
- Aprendizagem organizacional;
- Estrutura de gestão industrial e;
- Motivos temporais.

Keil (2000) apresenta, igualmente, cinco grupos de factores motivadores agregados da seguinte forma:

- Motivos de legislação governamental;
- Minimização de custos;
- Acesso aos recursos;

- Aprendizagem e;
- Posicionamento estratégico.

Hynes e Mollenkopf (1998) enumeram vários antecedentes possíveis à formação de alianças estratégicas que, embora não sejam motivos directos da formação de alianças, criam condições para que estas se formem. Os antecedentes que podem ser endógenos ou exógenos à empresa, estão agrupados em três conjuntos: factores específicos da empresa, factores específicos da indústria e factores do ambiente externo.

Quadro 1.1

Antecedentes à formação de alianças

Antecedentes	Componentes
Factores específicos da empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Diversidade de produtos ou de mercados; • Posição relativa quanto aos recursos; • Dimensão relativa da empresa; • Experiência anterior em alianças; • Atitudes da gestão de topo; • Cultura da empresa; • Declínio da performance e; • Acordos anteriores.

Fonte: Elaboração própria a partir de Hynes e Mollenkopf, 1998.

Quadro 1.1 (continuação)

Antecedentes à formação de alianças

Factores específicos da indústria	<ul style="list-style-type: none">• Mínimos de eficiências de escala;• Concentração da indústria;• Custos associados ao desenvolvimento de produtos;• Rapidez de entrada no mercado;• Custos de estrutura;• Barreiras de entrada no mercado;• Barreiras à competição de empresas substitutas;• Oportunidades reduzidas para fusões e aquisições;• Insucesso de fusões e aquisições no passado e;• Alterações no ciclo de vida dos produtos.
Factores do meio envolvente externo	<ul style="list-style-type: none">• Alterações no comportamento dos consumidores;• Grau de incerteza do mercado;• Mudanças tecnológicas;• Competências e capacidades exigidas;• Cenário legal e político;• Crescimento dos custos tecnológicos;• Alterações no custo do dinheiro (taxas de juro);• Aumento da concorrência global e;• Emergência de blocos de comércio regionais.

Fonte: Elaboração própria a partir de Hynes e Mollenkopf, 1998.

1.3 Fases de evolução das alianças

As alianças são processos dinâmicos que evoluem ao longo do tempo, onde vários autores analisam as suas fases de evolução.

Iyer (2002) apresenta quatro fases de evolução das alianças: conhecimento e selecção dos parceiros, exploração, expansão e confiança no relacionamento.

Quadro 1.2

Fases de evolução das alianças estratégicas segundo Iyer (2002)

Fases	Iyer (2002)
Fase I	Conhecimento e selecção dos parceiros Identificação dos parceiros que permitem obter vantagens competitivas, definindo objectivos comuns a atingir com a formação da aliança.
Fase II	Exploração Início da interacção entre os parceiros. O ambiente interno das empresas torna-se uma área importante de exploração criando efeitos de aprendizagem mútuos.
Fase III	Expansão Caracteriza-se por um elevado grau de interdependência e confiança entre os parceiros. Verificam-se investimentos crescentes para a obtenção de benefícios comuns.
Fase IV	Confiança no relacionamento Os parceiros esforçam-se para alcançarem desenvolvimento mútuo e adquirirem novas competências para a aliança

Fonte: elaboração própria a partir de Iyer, 2002.

Wohlstetter e outros (2005) consideram que a evolução das alianças passa por três fases: fase da iniciação, fase das operações e fase da avaliação. A figura abaixo descreve, de forma muito sintética, o que compõe cada uma das fases.

Quadro 1.3

Fases de evolução das alianças estratégicas segundo Wohlstetter e outros (2005)

Fases	Descrição
Fase I	Iniciação Após os primeiros contactos informais, escolhe-se o parceiro com base na complementaridade dos bens e necessidades. Estabelecem-se objectivos compatíveis e confiança entre as empresas
Fase II	Operações De forma a garantir as relações entre as empresas estabelecem-se estruturas internas e definem-se procedimentos de gestão, comunicação, liderança e contabilização.
Fase III	Avaliação Avaliação dos impactos das alianças e <i>feedback</i> .

Fonte: elaboração própria a partir de Wohlstetter e outros, 2005.

1.4 Factores que influenciam o sucesso / insucesso das alianças

Muitas alianças permitem às empresas que as formam atingir prosperidade e os seus objectivos, no entanto outras alianças falham. Existem na literatura estudos que assinalam vários factores que influenciam o sucesso ou insucesso das alianças.



Hynes e Mollenkopf (1998) apresentam quatro categorias de factores que influenciam o sucesso das alianças:

- Cultura da empresa;
- Complementaridade entre os parceiros;
- Percepção dos ganhos e das perdas derivados das alianças e;
- Factores externos às alianças.

De acordo com Kale e outros (2002) o sucesso das alianças depende, principalmente, da importância e dedicação dada à função aliança. Cerca de 50% das alianças falham, facto que os autores atribuem a factores como:

- Falhas em termos de estratégia de complementaridade de recursos;
- Falhas organizacionais em termos de culturas compatíveis;
- Processos de tomadas de decisão e sistemas;
- Fraco grau de confiança entre os parceiros;
- Escolha inapropriada da estrutura de gestão;
- Incapacidade para gerir conflitos;
- Dificuldades de adaptação a mudanças no processo inter-organizacional;
- Impactos de choques inesperados no meio envolvente e;
- Fraca experiência das empresas em formarem e gerirem comportamentos de aliança.

1.5 Algumas teorias relevantes explicativas do comportamento de aliança

De acordo com Hynes e Mollenkopf (1998) existem dois “pontos de vista” que servem de base às várias teorias do comportamento das empresas (onde se inserem as alianças):

- a) As empresas tomam decisões estratégicas para se adaptarem às constantes mudanças que surgem no seu meio envolvente, ou seja, as empresas agem por reacção;
- b) As empresas esforçam-se para influenciarem o seu ambiente envolvente, ou seja as empresas agem por antecipação, causando reacções no que as rodeia.

As várias teorias do comportamento das empresas estão subjacentes aos pontos de vista anteriormente referidos, mas embora predomine mais um ou outro, eles raramente são seguidos em separado, verificando-se na prática que quase todas as teorias são influenciadas pelos dois “pontos de vista”.

1.5.1 Abordagem da teoria dos custos de transacção

De acordo com Nielsen (2000), a abordagem dos custos de transacção desenvolvida por Williamson sugere que as empresas formam alianças com o objectivo de minimizar custos e / ou riscos. Deste modo, a formação de alianças representa um caminho para as empresas se adaptarem às incertezas mundiais. Existem três opções para afectar os recursos: o mercado, a hierarquia (dois extremos) e a organização intermédia (alianças). Em presença de certas condições como a incerteza, transacções

recorrentes e investimentos específicos que não justificam a integração em hierarquia, deve ser escolhida a forma de gestão intermédia (Nielsen 2000).

1.5.2 Abordagem da teoria de dependência de recursos

Esta abordagem defende que, dada a escassez dos recursos, muito poucas empresas são auto-suficientes nos recursos que necessitam e, por isso, dependem de outras para os obterem. A deficiência em um ou mais recursos estratégicos funciona como uma força conducente à colaboração entre as empresas e um meio para reduzir a incerteza e gerir esta dependência (Hynes e Mollenkopf, 1998).

1.5.3 Abordagem da aprendizagem organizacional

A aprendizagem organizacional é referida na literatura como a capacidade de uma empresa adquirir conhecimento e de o transformar em vantagens competitivas. As empresas podem aprender muito umas com as outras através das alianças e essa aprendizagem deve ser feita de uma forma contínua, de modo a acompanhar a evolução das alianças. A aprendizagem organizacional é considerada um recurso estratégico e a capacidade das empresas gerirem os conhecimentos adquiridos uma chave para manter a vantagem competitiva (Iyer, 2002).

Nesta abordagem é feita a distinção entre conhecimento tácito e específico. O conhecimento específico é aquele que pode ser transferido através do licenciamento e o conhecimento tácito aquele que está embebido no indivíduo, que só pode ser transferido

com a aprendizagem junto do indivíduo, não podendo ser comprado nem licenciado (Hynes e Mollenkopf, 1998).

1.5.4 Abordagem do *marketing* de relacionamento

O domínio do *marketing* de relacionamento estende-se a várias áreas do *marketing* e das decisões estratégicas e tem como foco principal a capacidade da empresa fornecer ao cliente um produto ou um serviço de valor superior. Dentro desta abordagem, as alianças de *marketing* são vistas como menos arriscadas e como meios mais efectivos de fornecer serviços ou produtos que enalteçam o relacionamento com o cliente (Hynes e Mollenkopf, 1998).

Para Parvatiyar e Sheth (1998), o *marketing* de relacionamento pode ser definido como um processo, que decorre no tempo, que combina actividades e programas de cooperação e colaboração com os consumidores imediatos e finais criando valor económico mútuo e reduzindo custos.

1.5.5 Abordagem do comportamento estratégico

Esta abordagem incide no comportamento empresarial, principalmente no ponto de vista da gestão. As empresas realizam acordos de cooperação na expectativa de que esses acordos as ajudarão a alcançar os seus objectivos com vista à maximização do lucro (Hynes e Mollenkopf, 1998). Nesta abordagem, as empresas tomam decisões de gestão com vista a alcançarem um bom posicionamento estratégico.

Quadro 1.4

Relação entre as teorias e os objectivos das alianças

Teorias	Objectivos estratégicos
Abordagem dos custos de transacção	Minimização de custos
Abordagem da dependência de recursos	Obtenção de recursos
Abordagem da aprendizagem organizacional	Conhecimento (<i>know-how</i>)
Abordagem do <i>marketing</i> de relacionamento	Fornecer um valor superior ao cliente
Abordagem comportamento estratégico	Maximização do lucro

Fonte: elaboração própria a partir de Hynes e Mollenkopf, 1998.

Conclusão

O comportamento de aliança é um fenómeno bastante heterogéneo pois pode assumir variadíssimas formas. Representa uma área muito interessante para as organizações e para a economia no geral, pois, paralelamente à concorrência entre empresas , abre-se uma janela de cooperação que coloca à disposição das empresas um leque muito abrangente de soluções que possibilitam a criação de valor.

Existem muitas definições e formas de cooperação que permitem às empresas gerirem os riscos e incertezas de um modo flexível. Com base nas motivações e objectivos que pretendem atingir, as empresas escolhem a melhor forma de cooperarem.

As teorias apresentadas para explicar as alianças assentam na relação entre a empresa e o seu meio envolvente (a empresa adapta-se, reagindo, ao meio envolvente ou a empresa actua influenciando o meio envolvente).

A teoria dos custos de transacção e a teoria da dependência de recursos implicam que as empresas se adaptem ou reajam às alterações do seu meio envolvente.

A abordagem do *marketing* de relacionamento e a teoria do comportamento estratégico pressupõem as alianças estratégicas como meios de acção capazes de alterar o meio envolvente.

Por fim, a abordagem da aprendizagem situa-se entre as duas filosofias referidas anteriormente: as empresas podem adquirir conhecimento e competências (aproximação à teoria da dependência de recursos) de forma a adaptarem-se ao seu ambiente ou, alternativamente, as empresas podem adquirir conhecimentos e competências para alterarem o meio envolvente (por exemplo, desenvolver novas tecnologias na indústria em que operam).

Capítulo 2

O Impacto das Alianças na Criação de Valor: Breve Revisão da Literatura

Introdução

A questão central passa por se tentar estabelecer uma relação entre as alianças e a criação de valor das empresas medida através das cotações das suas acções ou, se quisermos, medida através da riqueza criada para os accionistas pela valorização dos títulos.

Muitas vezes considera-se que um mercado de capitais é eficiente quando os preços reflectem totalmente toda a informação disponível, mas isto é uma hipótese muito forte. De acordo com Elton e Gruber (1995), a condição necessária para incentivar os investidores a negociarem até ao ponto em que os preços reflectam toda a informação é a de que o custo de adquirir a informação e o custo de negociar sejam zero. Elton e Gruber (1995) afirmam que como estes custos são claramente positivos a definição mais realista é a de que os preços reflectem a informação até ao ponto em que o custo marginal de obter a informação e negociar não ultrapasse o benefício marginal.

Fama (1976) subdividiu as hipóteses do mercado eficiente em três categorias, de acordo com o tipo de informação: eficiência na forma fraca (os preços actuais reflectem a informação histórica), eficiência na forma semi-forte (os preços actuais reflectem a informação pública disponível) e eficiência na forma forte (os preços reflectem toda a informação pública e privada).

Muitas pesquisas foram desenvolvidas para captar os efeitos dos anúncios de alianças nos preços dos títulos. Em geral, esses estudos utilizam a metodologia *event-study* que, entre outros objectivos, pretende observar o grau de rapidez com que a informação é incorporada nos preços.

Com base na hipótese de mercado eficiente (na forma semi-forte), o mercado ajusta-se de forma eficiente às informações do passado, do presente e à informação pública disponível como, por exemplo, os relatórios de contas publicados, previsões de dividendos e informações dos preços históricos. Assumindo-se esta hipótese, as novas informações que chegam ao mercado são rapidamente incorporadas nos preços dos títulos. Os investidores não conseguem obter rendimentos anormais quando os anúncios públicos são previsíveis, pois os preços dos títulos apenas se alteram quando surge informação imprevisível (Chung e outros, 1993)

Neste capítulo, pretende-se alcançar dois objectivos: o primeiro passa por traçar um quadro teórico que apoie o impacto dos anúncios das alianças na criação de valor; o segundo visa apresentar uma abordagem transversal de alguns trabalhos empíricos realizados sobre o tema, comparando as diferentes perspectivas.

2.1 Enquadramento teórico

Com concorrência perfeita nos mercados dos factores e dos produtos, os projectos de investimento com valor actual líquido positivo ou negativo não existem. Se

um investimento é percebido como tendo um valor actual líquido positivo instantaneamente atrai novas empresas para essa indústria, aumentando os preços dos factores produtivos e provocando uma descida nos preços dos produtos. Elevados preços dos factores produtivos e baixos preços dos produtos reduzem os rendimentos das empresas forçando as mais fracas a abandonar a indústria. Com poucos concorrentes, os preços dos factores produtivos voltam a diminuir e os preços dos produtos a aumentar, aumentando os rendimentos das empresas produtoras até ao ponto em que os rendimentos actuais e os custos necessários são iguais, razão pela qual a decisão de investimento estratégico com rendimento actual positivo não tem substanciais vantagens competitivas (Woolridge e Snow, 1990).

A possibilidade das decisões de investimento estratégico gerarem um rendimento líquido positivo está nas imperfeições do mercado dos produtos e dos factores produtivos que permite à empresa ganhar vantagem competitiva sobre outras empresas na mesma indústria (Woolridge e Snow 1990).

As abordagens contemporâneas de estratégia baseiam-se no facto das empresas serem muito heterogéneas. Não existem empresas iguais, dado que possuem diferentes recursos e competências, essa heterogeneidade explica diferentes vantagens competitivas e, portanto, diferentes níveis de desempenho.

De acordo com Suárez e Garcia-Canal (2000) as alianças podem aumentar as vantagens competitivas das empresas, tornando expectável uma reacção positiva no

mercado de títulos. Esse aumento de vantagens competitivas pode ser conseguido através de três vias:

- a) Alianças com empresas concorrentes, transformando empresas rivais em empresas aliadas;
- b) Pela combinação de recursos criando novas oportunidades de mercado e;
- c) Internalizando activos intangíveis através dos efeitos de aprendizagem.

Outro aspecto muito importante é que as alianças podem permitir às empresas a sua internacionalização. Existem muitas formas de cooperação internacional, que se desenvolveram, principalmente, a partir dos anos 60, como uma forma das empresas entrarem em novos mercados.

Muitas empresas americanas entraram em atractivos mercados estrangeiros formando *joint-ventures* com parceiros locais, por exemplo, nas áreas da indústria de altas e/ou novas tecnologias, com parceiros japoneses e europeus, reduzindo assim os elevados custos de investigação e desenvolvimento associados à concepção e/ou produção de determinados produtos (Chung e outros, 1993)

2.2 Alianças e valorização dos títulos

O valor de mercado de uma empresa é afectado por informações que alteram as expectativas dos rendimentos actuais ou futuros dos activos das empresas. Em média, os preços dos títulos reflectem toda a informação pública disponível e respondem rapidamente às novas informações que afectem o risco ou os rendimentos das empresas.

Considerando que o mercado de títulos é eficiente, logo reage às decisões de investimento das empresas e sendo as alianças decisões de investimento, podemos aceitar que as alianças causam impacto no mercado de títulos.

Quanto à reacção do mercado de títulos às alianças, Woolridge e Snow (1990) indicaram três cenários possíveis:

- A hipótese da maximização do valor do accionista: prevê que o mercado de títulos reage positivamente aos anúncios das alianças. As alianças aumentam a probabilidade de se gerar rendimentos futuros;
- A hipótese do investidor institucional: as alianças geram retornos incertos a longo prazo pelo que terão um efeito negativo na valorização dos títulos (exactamente o oposto da anterior) e;
- A hipótese das expectativas racionais: prevê que os mercados não reagem rapidamente nem fortemente aos anúncios de alianças. A lógica das expectativas racionais é com a variedade de indústrias, empresas e alianças as vantagens competitivas são apenas temporárias. Se os anúncios de alianças produzem um efeito não significativo na valorização dos títulos então estes devem servir mais para manter vantagem competitiva ao nível das outras empresas do que para gerar vantagem competitiva.

Estes três cenários são considerados em numerosos trabalhos (Woolridge e Snow, 1990; Bayona, 2002, Burton e outros, 1999) embora possam ser apresentados com terminologias diferentes.

2.3 Evidência empírica

Com base na ideia de que as alianças criam valor (McConnell e Nantel, 1985 e Chan e outros, 1997), existem muitos estudos que analisam o impacto dos anúncios das alianças na valorização dos títulos. Essa multiplicidade de estudos debruça-se sobre um ou vários tipos de alianças, tentando relacionar factores específicos e o seu impacto na criação de valor medida através das cotações dos títulos das empresas envolvidas. Desses múltiplos factores específicos salientam-se: a forma ou tipo de aliança, a dimensão das empresas, o tipo de parceiros, a sua nacionalidade e o sector económico a que pertencem.

2.3.1 Sinergia das alianças

As *joint-ventures* criam sinergias através da combinação de recursos, aumento da quota de mercado, partilha de riscos, redução de custos e ganhos de eficiência. Esta hipótese da sinergia entre empresas prevê que os anúncios das *joint-ventures* provoquem um rendimento anormal positivo para os accionistas das empresas intervenientes. Chen e outros (1991) analisaram uma amostra de 88 *joint-ventures* entre empresas americanas e chinesas de 1979 a 1990 e encontraram rendimentos anormais, estatisticamente significativos na data do anúncio.

McConnell e Nantell (1985) também concluíram que os anúncios de *joint-ventures* provocam um rendimento anormal positivo e significativo na riqueza dos accionistas.

Lummer e McConnell (1990) mostraram que as *joint-ventures* internacionais, em média, aumentam o valor de mercado da empresa.

No entanto, os estudos deste tipo não apresentam todos resultados similares. Finnerty e outros (1986) encontraram uma reacção não significativa para 208 *joint-ventures* domésticas e internacionais que atribuíram ao facto de se tratar de novas *joint-ventures*, sem performance histórica, pelo que os investidores dominavam uma informação muito reduzida.

Quando uma empresa anuncia que vai estabelecer uma *joint-venture* internacional num país onde nunca esteve implantada, o mercado tem pouca informação disponível para fazer um julgamento se a riqueza advinda da expansão aumenta ou diminui o valor de mercado da empresa parceira. A informação fraca pode levar a que os potenciais benefícios da nova *joint-venture* internacional não sejam claros, ou seja os seus custos e benefícios deverão ser relativamente incertos no período do anúncio. Isto sugere que os participantes no mercado (investidores) podem dividir-se quanto às suas acções de investir ou não investir causando impactos positivos e negativos na valorização dos títulos o que poderá levar a um efeito insignificante a nível global (Finnerty e outros, 1986).

Chung e outros (1993) argumentam que alguns accionistas podem interpretar o anúncio de uma *joint-venture* internacional como uma evidência de que a empresa deseja aumentar a sua performance e, nesta perspectiva, ela pode ser um sinal de baixa performance actual resultando numa reacção negativa. Outros accionistas podem

encarar a mesma *joint-venture* como um sinal de uma boa performance (actual e futura) contribuindo este aspecto para uma reacção positiva perante o anúncio da *joint-venture*. Estes dois efeitos contrários podem anular-se resultando numa reacção insignificante no mercado.

Lee e Wyatt (1990) concluíram que a reacção dos investidores às *joint-ventures* com empresas estrangeiras era negativa e só as *joint-ventures* com empresas de países menos desenvolvidos provocam efeitos na riqueza não negativos.

Chung e outros (1993) concluíram que o mercado tende a reagir desfavoravelmente ao *status* económico do país de destino e aos parceiros estrangeiros. No entanto, também encontraram rendimentos anormais acumulados positivos, estatisticamente significativos, para empresas que criam *joint-ventures* com dois ou mais parceiros estrangeiros ou para empresas que formam *joint-ventures* de actividades diferentes no país de destino.

2.3.2 Dimensão das empresas

Estudos anteriores fundamentam a ideia de que a dimensão da empresa é uma variável significativa no impacto das alianças no mercado de títulos (McConnell e Nantell, 1985; Chung e outros, 1993; Borde e outros, 1998; Mohanram e Nanda, 1998; Frohls e outros, 1998, Chiou e White, 2003; Jones e Danbolt, 2003).

McConnell e Nantell (1985) testaram a hipótese da dimensão relativa (nas alianças as empresas mais pequenas obtêm, em termos proporcionais, maiores rendimentos anormais do que as empresas de maior dimensão), dividindo 136 anúncios de *joint-ventures* em duas sub amostras: empresas grandes e empresas pequenas (o critério grande e pequeno é um critério subjectivo que pressupõe uma comparação e cujos limites são estabelecidos pelo autor de acordo com o valor de mercado das empresas nos 61 dias prévios ao anúncio das *joint-ventures*). Concluíram que os accionistas das empresas de menor dimensão, participantes nas *joint-ventures* ganharam maiores rendimentos anormais, em termos proporcionais (apesar dos ganhos monetários reais obtidos pelas empresas parceiras terem sido aproximadamente iguais), do que os accionistas das empresas de maior dimensão. Resultado consistente com a hipótese da dimensão relativa, desta forma as *joint-ventures* contribuem, entre muitas outras coisas, para uma distribuição mais equitativa dos rendimentos gerados pelas empresas de dimensões diferentes tornando-as mais homogéneas em termos de riqueza. Os autores acrescentam ainda que os resultados obtidos para as *joint-ventures* são similares para outras formas de alianças, nomeadamente as fusões.

O facto de uma empresa relativamente pequena conseguir atrair outra empresa para fazer uma *joint-venture* poderá levar a uma subida do valor de mercado dessa empresa pequena, dado que os accionistas interpretam o facto da empresa atrair outra como um sinal de que a empresa pequena tem características ou potencialidades que a tornam atractiva. Este sinal que é enviado ao mercado é um factor que influencia fortemente a valorização dos títulos (Mohanram e Nanda, 1998).

Mohanram e Nanda (1998) usaram a capitalização bolsista das empresas para as classificarem quanto à dimensão. Dividiram uma amostra de 253 anúncios de *joint-ventures*, constituída por 213 empresas, em três grupos: empresas pequenas (25% das empresas com capitalização bolsista mais baixa), empresas grandes (25% das empresas com maior capitalização bolsista) e empresas médias (restante empresas). Concluíram que o mercado reage fortemente e de forma positiva aos anúncios de *joint-ventures* feitos por empresas pequenas, as empresas médias ganham rendimentos anormais negativos e empresas grandes obtêm rendimentos anormais positivos, mas baixos.

Jones e Danbolt (2003) utilizaram o logaritmo da capitalização bolsista como variável representativa da dimensão das empresas. Encontraram uma correlação negativa, bastante significativa (com nível de significância de 1%), entre a capitalização bolsista e os rendimentos anormais, sugerindo que à medida que a dimensão da empresa aumenta os rendimentos de mercado diminuem. A explicação apontada pelos autores para esse facto é que uma *joint-venture* constituída por uma empresa pequena é considerada um projecto de importância muito mais significativa do que para uma grande empresa em termos das novas oportunidades de investimento que daí decorrem.

As empresas que formam uma aliança podem beneficiar dela de forma diferenciada. De acordo com a hipótese da dimensão relativa, os parceiros mais pequenos beneficiaram da maior percentagem dos ganhos no momento do anúncio da aliança (Chiou e White, 2003).

Todavia, também existem alguns estudos empíricos em que não se verificou a referida correlação entre dimensão da empresa e rendimentos anormais. Por exemplo, Burton e outros (1999) analisaram 82 *joint-ventures* formadas por empresas do Reino Unido, entre 1989-1991, testando a correlação entre rendimentos anormais e a dimensão da empresa, medida através de um *ranking* construído com: o volume de vendas, o total do activo e o valor de mercado da empresa. Concluíram que na amostra das *joint-ventures* não existia correlação significativa.

Num estudo com 146 *joint-ventures* entre empresas japonesas e americanas entre 1979-1987, Crutchley e outros (1991) concluíram que apenas para as empresas americanas é que se verificava a hipótese da dimensão relativa (empresas mais pequenas ganham a maior parte dos rendimentos anormais, em termos percentuais) enquanto que para as empresas japonesas se verificou precisamente o oposto.

2.3.4 Grupo

Estudos existentes também fundamentam a ideia de que o facto dos parceiros da aliança pertencerem ou não ao mesmo grupo influencia a reacção do mercado aos anúncios destes acontecimentos (Jones e Danbolt, 2003; McConnell e Nantell, 1985; Chiou e White 2003).

É aceitável esperar que a cooperação entre empresas de diferentes grupos económicos cause um impacto mais significativo no mercado de títulos do que a cooperação entre empresas do mesmo grupo (por exemplo cooperação entre filiais ou

entre filiais e a empresa mãe). Podemos aceitar que o primeiro caso causa maior surpresa aos accionistas, enquanto que a cooperação dentro do mesmo grupo já está em parte pressuposta ou até mesmo implícita, dado que se as empresas pertencem a um só grupo têm objectivos e interesses comuns, pelo que as alianças, embora não explícitas, podem já existir em termos práticos.

Outra ideia que pode de alguma forma justificar o maior impacto das alianças inter-grupos face às alianças intra-grupos é pela via da partilha de riscos. Inerente ao processo de cooperação está um conjunto de riscos associados ao projecto e considerando a hipótese do projecto falhar os prejuízos são divididos pelas empresas de grupos distintos e não assumidos só pelo grupo no caso das empresas serem do mesmo grupo. Então, de certa forma, podemos admitir que existe aqui um aumento de segurança para os investidores que ao ser assim interpretado pelo mercado causará rendimentos anormais positivos.

Chiou e White (2003) realizaram um estudo com o objectivo de mensurar o valor criado pelas alianças estratégicas japonesas, no sector financeiro, entre os anos de 1997 a 1999. Uma das hipóteses testadas foi a de que as alianças estratégicas inter-grupos geram uma sinergia superior às alianças estratégicas intra-grupos, pois partiram do pressuposto que se houvesse possibilidade de gerar riqueza através de alianças intra-grupo estas já teriam sido exploradas anteriormente de alguma forma pois seriam mais fáceis de pôr em prática do que as alianças inter-grupos. Concluíram que a hipótese se verificou verdadeira.

2.3.5 Nacionalidade dos parceiros

A nacionalidade dos parceiros das alianças também é frequentemente considerada, como uma variável relevante, para a análise do impacto das alianças no mercado de títulos (Bayona, 2002; Chiou e White, 2003).

As alianças com parceiros estrangeiros são uma opção utilizada pelas empresas para se internacionalizarem. O processo da internacionalização descreve basicamente os estádios que uma empresa totalmente doméstica passa até se tornar livremente integrada na arena internacional (Hu e outros, 1992).

Hu e outros (1992), num estudo com 42 *joint-ventures* entre empresas americanas e chinesas, formadas entre 1983 e 1989, concluíram que os investidores americanos reagem, mais positivamente, aos anúncios feitos por empresas menos envolvidas internacionalmente, ou seja, empresas com menos filiais estrangeiras e com menos exportações. De acordo com este resultado, parece que o mercado de títulos penaliza o relacionamento das empresas com o estrangeiro valorizando o relacionamento com empresas nacionais.

Merchant e Schendel (2000) tratam a variável nacionalidade focando-se no aspecto cultural. A proximidade cultural aumenta a probabilidade de sucesso das *joint-ventures* criando expectativas positivas no mercado e aumentando a performance das empresas.

Num estudo com 230 anúncios de *joint-ventures* internacionais, Chung e outros (1993) concluíram que o mercado tende a responder de forma desfavorável às *joint-ventures* com parceiros estrangeiros.

Suarez e Garcia-Canal (2000) concluíram que a distância cultural entre parceiros, aparentemente um factor relevante pois pode criar obstáculos ou desenvolver complementaridades no funcionamento da aliança, não influencia de forma significativa o rendimento anormal. De acordo com os autores a região de origem dos parceiros não é um factor relevante para explicar o impacto das alianças no mercado de títulos.

2.3.6 Sector

As empresas podem formar alianças com parceiros do mesmo sector económico ou de sectores económicos diferentes. O sector económico a que pertencem as empresas que formam a aliança tem sido frequentemente considerado como uma variável relevante para o impacto dessa aliança na criação de valor. Exemplos frequentes de alianças entre empresas do mesmo sector são as alianças entre empresas concorrentes. O impacto destas alianças na criação de valor tem sido alvo de atenção em vários estudos (Suarez e Garcia-Canal, 2000; Chan e outros, 1997).

As alianças entre empresas concorrentes podem aumentar a vantagem competitiva pois transformam empresas rivais em empresas aliadas. Este processo desencadeia uma série de benefícios como: melhor combinação e complementaridade de recursos, economias de escala, redução dos custos de produção e de transacção, novas

oportunidades de mercado, internalização dos efeitos de aprendizagem e muitos outros. Logo, é expectável que associado a estes tipos de anúncios se verifique uma reacção positiva no mercado (Suarez e Garcia-Canal, 2000).

Numa amostra de 72 alianças globais realizadas por empresas espanholas, Suarez e Garcia-Canal (2000) encontraram uma relação positiva entre alianças com parceiros concorrentes e rendimentos anormais. As empresas concorrentes conseguem identificar melhor as actividades que podem ser partilhadas ou coordenadas através de alianças (complementaridade dos recursos).

Chan e outros (1997) analisaram 345 alianças estratégicas, entre 1983-1992, e concluíram que os anúncios de alianças entre empresas do mesmo sector (alianças horizontais) produzem rendimentos anormais mais elevados do que alianças entre empresas de sectores diferentes (alianças não horizontais). Afirmam que este efeito positivo nos rendimentos associados às alianças horizontais pode ser atribuído à partilha e complementaridade de conhecimentos científicos e tecnológicos.

O quadro seguinte apresenta algumas das principais conclusões de diversos estudos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos.

Quadro 2.1

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Balakrishnan e Koza (1993)	64 <i>joint-ventures</i> e 165 fusões (1974-1977)	<ul style="list-style-type: none"> Há uma relação negativa entre rendimentos anormais positivos e fusões/aquisições entre empresas de sectores económicos diferentes, devido à assimetria de informação entre comprador e vendedor e à selecção adversa, o que não se verifica no caso das <i>joint-ventures</i>; Os accionistas das empresas parceiras reagem mais favoravelmente às <i>joint-ventures</i> do que às aquisições quando os parceiros tem pouca informação sobre o negócio um do outro.
Bayona (2002)	120 alianças tecnológicas (1997-2000)	<ul style="list-style-type: none"> O mercado de títulos espanhol não reage no dia do anúncio mas reage de forma negativa e significativa nos dias anteriores e posteriores (resultados consistentes com a hipótese do investidor institucional); O mercado não penaliza as <i>joint-ventures</i> / alianças com: parceiros públicos, parceiros nacionais, parceiros em que já se tenham verificado relações comerciais anteriores, concorrentes e parceiros do mesmo sector de actividade. O mercado valoriza mais os anúncios de alianças que ofereçam maior segurança em termos das expectativas do sucesso.

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Borde e outros (1998)	100 <i>joint-ventures</i> internacionais (1979-1994)	<ul style="list-style-type: none"> • Em média as <i>joint-ventures</i> internacionais geram um impacto positivo, não imediato, na riqueza dos accionistas; • O mercado é mais favorável a <i>joint-ventures</i> entre empresas americanas/asiáticas e menos favorável quando as <i>joint-ventures</i> envolvem países com baixo risco de desenvolvimento e actividades de manufactura, por oposição aos serviços.
Burton e outros (1999)	349 Investimentos com retorno imediato 68 investimentos com retorno não imediato e 82 <i>joint-ventures</i> (1089-1991)	<ul style="list-style-type: none"> • A reacção do mercado depende do número de empresas que anuncia o investimento e do tempo que o investimento demora até obter retornos. • Não encontraram relação significativa entre a dimensão dos investimentos, o rácio <i>market-to-book</i>, a dimensão da empresa e os rendimentos anormais.
Chan e outros (1997)	345 alianças estratégicas (1983-1992)	<ul style="list-style-type: none"> • Em média, a resposta do mercado de títulos, às alianças estratégicas é positiva, mas não há evidência de transferência de riqueza.

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Chen e outros (1991)	88 <i>joint-ventures</i> internacionais (1979-1990)	<ul style="list-style-type: none"> • Os anúncios das <i>joint-ventures</i> geram rendimentos anormais positivos (riqueza para os accionistas); • A presença anterior nos mercados onde se vão realizar a <i>joint-ventures</i>, o número de parceiros estrangeiros e a dimensão das empresas parceiras não explicam os efeitos positivos; • Investimentos muito grandes diminuem a flexibilidade e aumentam o risco, pelo que aconselham a começar com investimentos mais pequenos.
Chiou e White (2003)	258 alianças estratégicas (1997-1999)	<ul style="list-style-type: none"> • As alianças estratégicas aumentam o valor de mercado das empresas (hipótese da sinergia); • As empresas mais pequenas obtêm maiores ganhos em termos percentuais (hipótese da dimensão relativa); • O mercado valoriza mais as alianças inter-grupo do que as alianças intra grupo (hipótese da sinergia inter-grupo); • Não se verificaram diferenças significativas nos rendimentos anormais gerados por alianças com empresas domésticas e alianças com empresas estrangeiras (não se verificou a hipóteses da superioridade estrangeira).

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Chung e outros (1993)	230 <i>joint-ventures</i> internacionais (1969-1989)	<ul style="list-style-type: none"> O mercado tende a reagir negativamente aos anúncios de <i>joint-ventures</i> internacionais.
Crutchley e outros (1991)	146 <i>joint-ventures</i> internacionais (1979-1987)	<ul style="list-style-type: none"> Em média, as <i>joint-ventures</i> entre empresas americanas e japonesas geram uma valorização dos títulos de 1%, mas cerca de metade das <i>joint ventures</i> não geram rendimentos significativos: Os accionistas ganham rendimentos maiores quando as empresas parceiras são mais pequenas e quando a moeda do país de destino é forte.
Frohls e outros (1998)	320 <i>joint-ventures</i> internacionais (1987-1992)	<ul style="list-style-type: none"> Em média, as <i>joint-ventures</i> americanas com empresas situadas em economias emergentes produzem ganhos de riqueza positivos e significativos. No entanto, quando se trata de <i>joint-ventures</i> com empresas situadas em países industrializados os efeitos não são significativos.
Hu e outros (1992)	42 <i>joint-ventures</i> internacionais (1983-1989)	<ul style="list-style-type: none"> Concluíram que os investidores americanos respondem positivamente aos anúncios feitos por empresas menos envolvidas internacionalmente.

Quadro 2.1 (continuação)
Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças
no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Jones e Danbolt (2003)	158 <i>joint-ventures</i> (1991-1996)	<ul style="list-style-type: none"> • Ao analisarem anúncios de <i>joint-ventures</i> formadas por empresas inglesas encontrando um impacto positivo e significativo no dia do anúncio. • Os rendimentos anormais estão relacionados de forma negativa e significativa com a capitalização bolsista e com os projectos na Ásia. • Os rendimentos anormais estão relacionados de forma positiva e significativa com a dimensão do projecto, com os projectos domésticos e com os projectos na União Europeia.
Koh e Venkatraman (1991)	175 <i>joint-ventures</i> (1972-1986)	<ul style="list-style-type: none"> • Em geral, os anúncios de <i>joint-venture</i>, no sector de tecnologia de informação, aumentam o valor de mercado das empresas; • Após os anúncios as <i>joint-ventures</i> revelam-se mecanismos de cooperação superiores; • A magnitude e a significância da valorização de mercado diferem consoante o tipo de <i>joint-ventures</i>; • <i>Joint-ventures</i> entre parceiros com a mesma actividade ou com actividades relacionadas, entre filiais ou empresas do grupo obtêm maiores rendimentos; • Empresas de menor dimensão obtêm maiores rendimentos em termos percentuais.

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Lee e Wyatt (1990)	109 <i>joint-ventures</i> internacionais (1974-1986)	<ul style="list-style-type: none"> Os anúncios das empresas dos EUA relativos a <i>joint-ventures</i> com empresas estrangeiras, em média, têm um impacto negativo no mercado de títulos.
McConnell e Nantell (1985)	136 <i>joint-ventures</i> domésticas (1972-1979)	<ul style="list-style-type: none"> Geram-se ganhos de riqueza significativos com as <i>joint-ventures</i>; O parceiro mais pequeno ganha a maior percentagem de rendimento enquanto as valorizações do dólar são superiores aos dividendos; Os rendimentos de escala resultantes da partilha de recursos são similares em todas as fusões; Resultados consistentes com a hipótese da sinergia.
McGahan e Villalonga (2001)	7714 acordos repartidos por: 1970 aquisições, 4337 alianças e 1407 desinvestimentos (1990-2000)	<ul style="list-style-type: none"> O valor criado por aquisições, alianças, e desinvestimentos não difere significativamente pelo que concluem que o tipo de acordo, por si só, não é um bom indicador para prever a reacção de mercado.

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Merchant e Schendel (2000)	101 <i>joint-ventures</i> (1986-1990)	<ul style="list-style-type: none"> • A criação de valor das <i>joint-ventures</i> é positivamente influenciada por variáveis como empresas com sectores relacionados, concorrência e contexto estrutural; • Mas não é influenciada por experiência anterior em <i>joint-ventures</i>, dimensão relativa dos parceiros, nacionalidade, e risco político do país de destino.
Mohanram e Nanda (1998)	253 <i>joint-ventures</i> (1984-1994)	<ul style="list-style-type: none"> • Três cenários para a reacção do mercado de títulos: considerações estratégicas, <i>managerial misalignment e signaling</i>; • O mercado reage positivamente às <i>joint-ventures</i> que envolvem partilha e complementaridade de recursos; • O mercado penaliza as <i>joint-ventures</i> susceptíveis de juntar empresas desiguais em termos de <i>cash-flow</i>; • As empresas mais pequenas ganham rendimentos anormais positivos devido ao sinal que as <i>joint-ventures</i> enviam ao mercado; • Em suma, alguns tipos de <i>joint-ventures</i> (estratégicas e <i>signaling</i>) criam valor, enquanto outros tipos (<i>managerial misalignment</i>) destroem valor.

Quadro 2.1 (continuação)

Principais conclusões de alguns trabalhos sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos

Autores	Dimensão Acontecimento Período	Principais conclusões dos autores
Suárez e Garcia- Canal (2000)	72 alianças globais	<ul style="list-style-type: none">• A distância cultural e o país de origem das empresas que formam as alianças não exercem uma influência significativa nos rendimentos anormais.
Woolridge e Snow (1990)	767 decisões estratégicas de investimento (1972-1987)	<ul style="list-style-type: none">• O mercado de títulos não penaliza decisões estratégicas de longo prazo bem concebidas;• O mercado reage aos anúncios de investimentos estratégicos e não aos seus resultados.

Fonte: elaboração própria a partir dos autores.

Conclusão

Da revisão feita à literatura, podemos reter que grande parte dos estudos apontam para o facto das alianças terem impacto positivo na criação de valor das empresas que as formam (Chen e outros, 1991 e Chiou e White, 2003 e muitos outros).

A magnitude do impacto das alianças na criação de valor é, de acordo com alguns autores, influenciada por vários factores, dos quais se destacaram: a dimensão das empresas, alianças entre empresas do mesmo grupo económico ou entre empresas totalmente independentes, a nacionalidade dos parceiros e alianças entre empresas do mesmo sector económico ou entre empresas de diferentes sectores.

Autores como McConnell e Nantell (1985), Chung e outros (1993), Borde e outros (1998), Mohanram e Nanda (1998), Frohls e outros (2000), Chiou e White (2003) defendem que os parceiros mais pequenos obtêm, em termos proporcionais, maiores rendimentos anormais positivos, com a realização de alianças.

Quanto às alianças entre empresas do mesmo grupo, existem estudos defensores de que as alianças entre empresas do mesmo grupo têm menos impacto do que alianças inter-grupo. Esta é a posição tomada por autores como Jones e Danbolt, (2003); McConnell e Nantell, (1985) e Chiou e White (2003).

Considerando a nacionalidade dos parceiros, podemos ter alianças nacionais e internacionais. Sobre este assunto alguns autores, como por exemplo Bayona (2002),

defendem que as alianças nacionais têm um impacto mais positivo e apontam razões como o facto de, normalmente, terem associado menos risco e menos incertezas. Por outro lado, também há autores como, por exemplo, Chiou e White, (2003), que defendem precisamente o oposto, ou seja, a superioridade das alianças internacionais em termos de criação de valor após o seu anúncio.

Quanto ao sector, a literatura também sugere que as alianças entre empresas do mesmo sector (nomeadamente alianças entre empresas concorrentes) e alianças entre empresas de sectores diferentes causam diferentes impactos no rendimento anormal. Autores como, por exemplo, Suárez e Garcia-Canal (2000) e Chan e outros (1997) sugerem que alianças entre empresas do mesmo sector causam maior impacto na criação de valor. Não obstante, também há autores que defendem precisamente o contrário.

Em síntese, podemos reter que muitos dos estudos existentes chegam a conclusões bastantes diferentes e, em alguns casos, até opostas. Por vezes, esses estudos, embora tenham um objectivo geral comum (analisar o impacto das alianças na criação de valor), abordam o assunto com especificidades e metodologias diferentes, o que de certa forma justifica a divergência de resultados e dificulta a sua comparação.

De acordo com Bayona (2002) a evidência inconclusiva dos estudos anteriormente referidos pode ser atribuída a uma variedade de factores como: a selecção da amostra, o período testado, a selecção das empresas, a metodologia usada e o país estudado constituem alguns dos factores mais plausíveis.

Capítulo 3

Hipóteses, Metodologia e Dados

Introdução

Após uma breve revisão da literatura, feita no capítulo anterior, podemos aceitar a ideia de que as alianças criam valor para as empresas que as formam. E também, que a magnitude desse valor é influenciado por múltiplas especificidades, das quais se destacam para formulação das hipóteses, a dimensão das empresas, a relação entre elas (se pertencem ou não ao mesmo grupo), a sua nacionalidade e o sector a que pertencem. O primeiro ponto deste capítulo (ponto 3.1) refere-se à apresentação das hipóteses a testar neste trabalho.

Para se testarem as hipóteses, utilizou-se uma metodologia que se pode dividir em dois sub-pontos: *event-study* e análise *cross-section*. A explicação da metodologia, bem como os modelos utilizados e as respectivas variáveis, constarão na segunda parte deste capítulo (ponto 3.2).

Para se testarem as hipóteses recolheu-se informação sobre: anúncios de vários tipos de alianças, dados contabilísticos das empresas que as formaram, evolução da cotação dos seus títulos e evolução do PSI20. A última parte deste capítulo (ponto 3.3), apresenta os dados, as suas fontes e o seu tratamento.

3.1 Hipóteses

Com base em estudos existentes sobre o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos definiram-se as hipóteses abaixo descritas.

As fusões, aquisições, *joint-ventures* e outras alianças podem ser vistas como decisões estratégicas tomadas pelas empresas com vista a atingir os seus objectivos, nomeadamente o lucro. Chen e outros (1991) referem que as *joint-ventures* criam sinergias através da combinação de recursos, aumento da quota de mercado, partilha de riscos e reduções de custos, crescendo assim em termos de eficiência. Esta sinergia das empresas permite prever que os anúncios destes tipos de acontecimentos gerem um rendimento anormal positivo nas cotações das empresas participantes.

Através das alianças, as empresas partilham recursos para obterem maiores benefícios, como por exemplo: aumentarem o número de clientes, economias de escala, complementaridade de recursos, maior poder de mercado, desenvolver técnicas de produção, oportunidades de *marketing* e uma melhor e mais lucrativa redistribuição dos activos. Assim todos estes resultados geram uma sinergia que torna lógico e expectável que as alianças gerem um rendimento anormal positivo na valorização dos títulos das empresas intervenientes (Chiou e White, 2003).

H1) Os anúncios de alianças tem um impacto mais vantajoso, em termos de rendimento anormal dos títulos das empresas, do que os anúncios de alienações.

A literatura existente sustenta a ideia de que a dimensão da empresa é uma variável significativa no impacto das alianças sobre o mercado de títulos e que as empresas de menor dimensão obtêm, em termos proporcionais, maiores rendimentos (McConnell e Nantell 1985, Chung e outros 1993, Borde e outros 1998, Mohanram e Nanda 1998, Frohls e outros 1998, Chiou e White 2003, Jones e Danbolt 2003).

H2) À medida que a dimensão das empresas aumenta, o impacto dos anúncios de alianças no rendimento anormal diminui.

A teoria também suporta a ideia de que a cooperação inter-grupo leva à criação de valor. De acordo com Chiou e White (2003) as alianças estratégicas inter-grupos geram uma sinergia superior às alianças estratégicas intra-grupos, com base no pressuposto de que se houvesse possibilidade de gerar riqueza através de alianças intra-grupo estas já teriam sido exploradas anteriormente de alguma forma pois seriam mais fáceis de implementar do que as alianças inter-grupos.

H3) A reacção do mercado aos anúncios de alianças inter-grupo deverá ser mais favorável do que aos anúncios de alianças intra-grupo.

O aumento do nível de risco e incerteza associado às alianças com empresas estrangeiras reduz o rendimento anormal esperado (Jones e Danbolt, 2003). Estudos anteriores, que analisam a reacção do mercado aos anúncios de *joint-ventures* internacionais, concluem que os investimentos fora do país de origem provocam rendimentos anormais negativos enquanto que investimentos domésticos provocam

rendimentos anormais positivos (Chung e outros, 1993; Borde e outros, 1998; Frohls e outros, 1998).

H4) A reacção do mercado aos anúncios de alianças nacionais deverá ser o mais favorável do que aos anúncio de alianças internacionais.

As alianças entre empresas de sectores diferentes aumentam os riscos da informação assimétrica e selecção adversa entre os parceiros, o que poderá diminuir os benefícios da sinergia criados pelas alianças (Balakrishnan e Koza, 1993). Por outro lado, as alianças entre empresas do mesmo sector poderão aumentar os efeitos benéficos dado que a quantidade e qualidade da informação detida pelos parceiros é maior uma vez que pertencem à mesma actividade económica.

O elevado grau de conhecimento que as empresas têm uma da outra, em virtude de se inserirem no mesmo sector económico, é visto como um factor potenciador do sucesso da aliança, sendo essa mensagem passada ao mercado no momento anúncio da formação de aliança, aumentando a expectativas positivas dos investidores (que se traduzem na subida das cotações dos títulos das empresas, aumentando assim a criação de valor).

H5) A reacção do mercado de títulos aos anúncios de alianças entre empresas do mesmo sector deverá ser mais favorável do que aos anúncios de alianças entre empresas de sectores económicos diferentes.

3.2 Metodologia

A metodologia utilizada subdivide-se em dois sub-pontos: o primeiro refere-se à obtenção do rendimento anormal através da metodologia do *event-study* e utilizando o modelo de mercado e o segundo ponto refere-se à explicação desse mesmo rendimento anormal recorrendo a um modelo de regressão linear múltipla (análise *cross-section*).

3.2.1 *Event-study*

A metodologia utilizada para avaliar o impacto dos anúncios de alianças estratégicas na valorização dos títulos foi o estudo de evento (do inglês *event-study*).

O método *event-study* envolve a estimação do rendimento anormal dos accionistas quando as cotações dos títulos são ajustadas à nova informação revelada pelo anúncio (Fama, 1976).

O objectivo da metodologia “estudo de evento” consiste em medir o desempenho anormal dos preços das acções à volta do momento do evento ou, dito de outro modo, um estudo de evento consiste em utilizar um modelo de geração de rendimento de acções, considerado como padrão, e denominado rendimento normal ou esperado, o qual é tido como o rendimento que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que se está a analisar, calcula-se a diferença entre o rendimento esperado fornecido pelo modelo e o rendimento real observado no período de análise.

Os acontecimentos analisados foram anúncios de alianças e alienações das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa entre os anos 2000 a 2004 inclusive, cujas datas de ocorrência dos anúncios de cada empresa (data zero) foram definidas como sendo as da comunicação à CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) como factos relevantes.

Não existe nenhuma regra para a definição do número exacto de dias a incluir na janela de evento e na janela de estimação, mas de acordo com Harrison (2005) a maioria dos estudos (77%) que utilizam o método do *event-study* consideram cerca de cinco dias para a janela de estimação incluindo o próprio dia do anúncio.

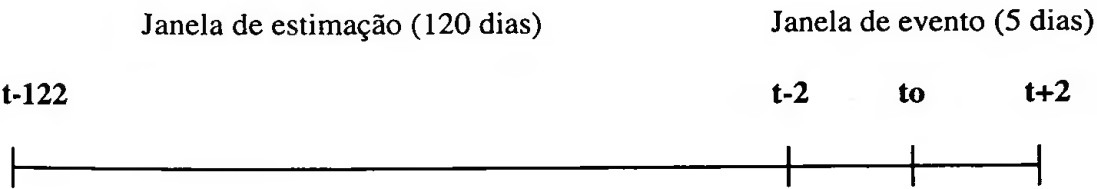
O método *event-study* assenta numa linha temporal composta por dois intervalos ou duas janelas de tempo: a janela de estimação (composta pelo período de tempo, normalmente expresso em dias, que serve de base a estimação) e a janela de evento (que corresponde ao período de tempo “mais próximo” ao acontecimento). Normalmente, a janela de evento é também uma janela de comparação (onde se comparam os valores obtidos pela estimação e os valores realmente observados). Neste trabalho foram consideradas duas linhas temporais diferentes para o cálculo dos rendimentos (normais e anormais):

a) A primeira linha de tempo (figura 3.1) inclui uma janela de estimação composta por 120 dias de negociação anteriores ao início da janela de evento (de -122 dias até -2 dias antes da data do anúncio do acontecimento, ou seja do dia zero) e uma janela de evento, que serve de intervalo de comparação entre os valores de rendimento

estimados e os valores reais observados, que foi composta por 5 dias: 2 dias anteriores ao anúncio, pelo dia do anúncio (data zero) e por 2 dias posteriores (ou seja, a janela de evento pode ser expressa de -2 até +2, incluindo o dia do anúncio).

Figura 3.1

Linha de tempo 1

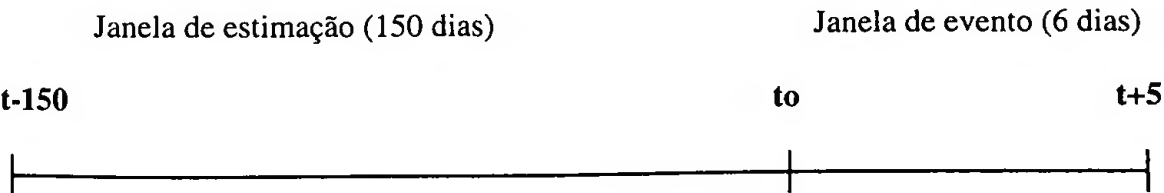


Fonte: elaboração própria.

b) A segunda linha de tempo (figura 3.2) é composta por uma janela de evento de 6 dias (o dia do anúncio e 5 dias de negociação posteriores para observação do impacto do anúncio das alianças nos preços) e por uma janela de estimação composta por 150 dias de negociação anteriores ao início da janela de evento (-150 dias). A janela de comparação entre os valores estimados e os valores reais observados foi composta pelo dia do anúncio e pelos 5 dias posteriores (de 0 até +5).

Figura 3.2

Linha de tempo 2



Fonte: elaboração própria.

O período considerado nas duas janelas de estimação, utilizado para o cálculo do parâmetro *beta* e a estimação do rendimento normal esperado, via modelo de mercado (regressão linear simples) não incluiu o período da janela de evento, pois, caso existisse a sobreposição desses períodos, incorrer-se-ia no risco de o próprio evento influenciar os rendimentos normais.

No método “*event-study standard*” o modelo de mercado é, em primeiro lugar, usado para prever o rendimento normal do título. O rendimento normal é aquele que seria esperado se o acontecimento não tivesse ocorrido.

O modelo de mercado implica uma regressão linear simples, onde a variável dependente é o rendimento normal esperado para uma empresa e a variável explicativa é um indicador do rendimento do mercado, neste caso foi utilizado como *proxie* do rendimento de mercado o PSI20.

O rendimento anormal, por definição, corresponde ao real *ex-post* de um activo durante a janela do evento, subtraído do rendimento normal do activo durante o mesmo período. O rendimento anormal pressupõe duas hipóteses: a eficiência do mercado e que os acontecimentos relevantes¹ não são antecipados, ou seja, a informação chega a “todos” os investidores ao mesmo tempo de modo a evitar reacções por antecipação por parte de alguns investidores que possam enviesar as conclusões da análise (McWilliams e Siegel, 1997).

¹ Acontecimentos relevantes são aqueles que influenciam o preço dos títulos e que são fundamentais para determinado estudo.

A eficiência do mercado implica que os preços dos títulos incorporem toda a informação relevante disponível no mercado. Se isto for verdade, a nova informação relevante revelada aos investidores será incorporada, de forma quase instantânea, nos preços dos títulos.

De uma forma genérica, os rendimentos reais, normais e anormais, para o activo da empresa i no dia t , podem ser representados pelas seguintes equações:

$$R_{it} = \ln (P_{it} / P_{i\ t-1})$$

$$E (R_{it}) = \alpha + \beta \ln (PSI_t / PSI_{t-1})$$

$$RA_{it} = \ln (P_{it} / P_{i\ t-1}) - [\alpha + \beta \ln (PSI_t / PSI_{t-1})], \text{ ou seja, } RA_{it} = R_{it} - E (R_{it})$$

Onde:

R_{it} – rendimento real observado

i – activo da empresa i

t – dia

P_{it} – cotação do activo da empresa i no dia t

$P_{i\ t-1}$ – cotação do activo da empresa i no dia $t-1$

$E(R_{it})$ – rendimento normal esperado

PSI_t – PSI20 observado no dia t

PSI_{t-1} – PSI20 observado no dia $t-1$

RA_{it} – Rendimento anormal dos títulos.

α e β são parâmetros.

Consideraram-se ainda os rendimentos anormais acumulados e médios, respectivamente:

$$RAA = \sum RA_{it},$$

$$RAM = \sum RA_{it} / n$$

\sum - engloba a soma de todos os rendimentos anormais obtidos para cada doa da janela de evento

n – número de dias do intervalo da janela de evento.

Foi utilizado o rácio entre as cotações de fecho de um dia pelo dia anterior (P_{it} / P_{it-1}) para se captar o efeito da relação entre cotações, em termos de taxa de crescimento. O mesmo foi feito para o PSI20 (PSI_t / PSI_{t-1}). Este procedimento tem sido utilizado por vários autores, como por exemplo, Bayona (2002).

3.2.2 Análise *Cross-section*

As hipóteses desenvolvidas anteriormente, no ponto 3.1, foram testadas usando a análise *cross-section*. Com base na relação entre o rendimento anormal (RA_t , RAM e RAA) gerado em redor do anúncio e as variáveis explicativas (existência de aliança, dimensão, grupo, nacionalidade e sector) construíram-se modelos explicativos. Para estimar os parâmetros desses modelos utilizaram-se regressões lineares múltiplas.

As variáveis explicativas utilizadas foram as seguintes:

FAQ (Fusões e aquisições) – Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa de referência tenha realizado um anúncio de uma fusão ou aquisição e assume o valor 0 no caso de uma alienação. De acordo com a primeira hipótese, espera-se que sinal do coeficiente estimado desta variável seja positivo.

ALJV (Alianças e *joint-ventures*) – Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa de referência tenha realizado um anúncio de uma aliança ou *joint-ventures* e assume o valor 0 no caso de uma alienação. Também de acordo com a teoria que serve de suporte à primeira hipótese, espera-se que o sinal do coeficiente estimado desta variável seja positivo.

LCB (Capitalização bolsista²) – Trata-se de uma variável quantitativa que reflecte a dimensão da empresa, o que se espera que poderá influenciar o seu desempenho ou criação de valor. Usou-se o logaritmo da capitalização bolsista para tornar mais racional a ordem de grandeza da variável. Esta variável foi obtida dos relatórios de contas das empresas de referência nos respectivos anos dos anúncios. De acordo com a segunda hipótese, espera-se que sinal do coeficiente estimado de LCB seja negativo.

FIL (Filial) – Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa parceira seja uma empresa do grupo da empresa de referência e assume o valor 0 em

² A capitalização bolsista de uma empresa corresponde ao produto do número de acções que a empresa detém em 31 de Dezembro pela sua cotação de fecho.

caso contrário. De acordo com a terceira hipótese, espera-se que sinal do coeficiente estimado de FIL seja negativo.

NAC (Nacional) – Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa parceira seja uma empresa nacional e assume o valor 0 em caso contrário. De acordo com a quarta hipótese, espera-se que sinal do coeficiente estimado de NAC seja positivo.

SEC (Sector) – Trata-se de uma variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa parceira seja uma empresa do mesmo sector económico da empresa de referência e assume o valor 0 em caso contrário. De acordo com a quinta hipótese, espera-se que sinal do coeficiente estimado SEC seja positivo.

Variáveis de Controlo:

LAC (Activo Líquido) - Trata-se de uma variável quantitativa que reflecte a dimensão da empresa. Usou-se o logaritmo do activo líquido para tornar mais racional a ordem de grandeza da variável. Esta variável foi obtida dos relatórios de contas das empresas de referência nos respectivos anos dos anúncios.

LPA (Passivo) - Trata-se de uma variável quantitativa que reflecte as dívidas da empresa. Usou-se o logaritmo do passivo para tornar mais racional a ordem de grandeza da variável. Esta variável foi obtida dos relatórios de contas das empresas de referência nos respectivos anos dos anúncios.

MB (*Market-to-book*³) - Trata-se de uma variável quantitativa que reflecte o peso do valor de mercado da empresa nos seus capitais. Esta variável foi obtida dos relatórios de contas das empresas de referência nos respectivos anos dos anúncios.

LU (Lucro) - Trata-se de uma variável quantitativa que corresponde ao resultado líquido da empresa. Esta variável foi obtida dos relatórios de contas das empresas de referência nos respectivos anos dos anúncios.

³ *Market-to-book* corresponde ao rácio da capitalização bolsista pelos capitais próprios ou situação líquida.

3.3 Modelos

De seguida apresentam-se os dois modelos (1 e 2) estimados, chamando-se desde já a atenção para o seguinte aspecto: as regressões lineares múltiplas do modelo 1 utilizam a totalidade da amostra, ou seja, todas as observações (anúncios de alianças e anúncios de alienações), enquanto que as regressões lineares múltiplas do modelo 2 utilizam apenas uma amostra parcial, ou seja, as observações que se referem apenas aos anúncios de alianças. Acrescenta-se ainda que o modelo 1 pretende testar a validade da primeira hipótese e o modelo 2 pretende testar as restantes hipóteses.

Os modelos estimados são os seguintes:

Modelo 1

O modelo 1 foi utilizado apenas para testar a primeira hipótese, ou seja, testar se o mercado de títulos valoriza mais (ou pelo menos não desvaloriza tanto) as alianças comparativamente com as alienações. Utilizou-se a amostra total, ou seja 132 observações, que inclui anúncios de alianças e anúncios de alienações.

a) Rendimento anormal para o dia t

$$RA_t = \alpha + \beta_1 FAQ_t + \beta_2 ALJV_t + \beta_3 LAC_t + \beta_4 LPA_t + \beta_5 MB_t + \beta_6 LU_t + u_t$$

b) Rendimento anormal médio

$$RAM_t = \alpha + \beta_1 FAQ_t + \beta_2 ALJV_t + \beta_3 LAC_t + \beta_4 LPA_t + \beta_5 MB_t + \beta_6 LU_t + v_t$$

c) Rendimento anormal acumulado

$$RAA_t = \alpha + \beta_1 FAQ_t + \beta_2 ALJV_t + \beta_3 LAC_t + \beta_4 LPA_t + \beta_5 MB_t + \beta_6 LU_t + w_t$$

Modelo 2

O modelo 2 foi utilizado para testar as restantes quatro hipóteses, considerando para isso uma amostra parcial (104 observações) que inclui apenas anúncios de alianças.

a) Rendimento anormal para o dia do anúncio ($t=0$)

$$RA_t = \mu + \lambda_1 LCB_t + \lambda_2 NAC_t + \lambda_3 FIL_t + \lambda_4 SEC_t + z_t$$

3.4 Dados

A amostra é composta por anúncios de alianças (incluindo fusões, aquisições, *joint-ventures* e outras alianças) e anúncios de alienações de empresas portuguesas cotadas em bolsa entre os anos 2000 e 2004, inclusive. Estes anúncios foram recolhidos no site oficial da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários).

Visto que os objectos de estudo deste trabalho são empresas portuguesas cotadas em bolsa, estas estão obrigadas por lei a publicarem as alianças em que participam pois são acontecimentos considerados relevantes para os investidores e para o público em geral.

Estando consciente que poderá haver um desfasamento mínimo (cerca de 1 a 3 dias) entre o dia em que foram publicadas as notícias de alianças na imprensa e o dia em que aparecem registadas no site oficial da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (dia considerado neste trabalho como o dia do anúncio), foram consideradas as datas da informação obtidas no site, dado que a pesquisa na imprensa (para os anos de 2000 a 2004 inclusive) seria muito morosa e dispendiosa.

Do universo de todas as empresas portuguesas cotadas em bolsa seleccionaram-se para a amostra apenas aquelas cujos tipos de anúncios relevantes para este estudo eram mais frequentes. Também foi tido em consideração o critério da liquidez das acções, procurando que a maioria da amostra fosse composta por empresas cujas acções apresentavam elevada liquidez.

A amostra total compõe-se de 132 anúncios feitos por um conjunto de empresas portuguesas cotadas em bolsa. Os anúncios incluem: fusões (por incorporação e outras), projectos de fusões, aquisições maioritárias e minoritárias, diversos tipos de alianças e parcerias, *joint-ventures*, e alienações totais ou parciais.

A amostra é composta por 37% de outras alianças, 29% de aquisições, 21% de alienações, 8 % de fusões e 5% de *joint-ventures*. No entanto, para tratamento dos dados agruparam-se ⁴ em três grupos:

- Fusões e aquisições;
- Outras alianças e *joint-ventures* e;
- Alienações⁵.

Para efeitos de tratamento dos dados considerou-se a amostra total com 132 observações e uma amostra parcial, que exclui as alienações, composta, apenas, por 104 anúncios.

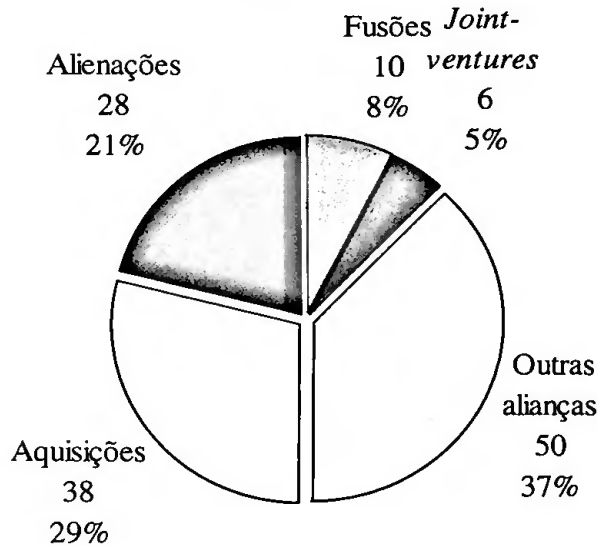
O gráfico seguinte (3.1) representa o peso de cada tipo de anúncios (outras alianças, *joint-ventures*, fusões, aquisições e alienações) na amostra total.

⁴ Esta forma de agrupar estes tipos de acontecimentos também é frequente na literatura; veja-se por exemplo McGahan e Villalonga (2001)

⁵ Este termo também aparece referido como desinvestimento, por exemplo, em exemplo McGahan e Villalonga (2001)

Gráfico 3.1

Peso de cada tipo de anúncio no total da amostra.



Fonte: elaboração própria.

Os rendimentos das acções e do PSI20⁶ (*proxie* do rendimento de mercado) foram obtidos da Bloomberg. No cálculo dos rendimentos das acções, foram utilizadas cotações de fecho diárias, em euros.

A periodicidade dos dados foi diária, pois como sugerem Brown e Warner (1985), o poder dos estudos de evento aumenta com o conhecimento sobre a precisão de quando um evento ocorre, e o uso de dados diários é potencialmente útil e vantajoso, pois permite ao pesquisador obter informações precisas sobre o dia específico do mês no qual o evento ocorre.

⁶ PSI20 Indicador nacional da Bolsa cuja sigla resulta da expressão inglesa Portuguese Stock Index (PSI). Trata-se de um índice bolsista que reúne as 20 acções mais representativas e com maior capitalização e liquidez entre as empresas cotadas na bolsa de Lisboa.

O quadro 3.1 apresenta as observações da amostra distribuídas anualmente. A maioria das fusões concentrou-se nos anos de 2000 e 2001, respectivamente 40% e 30%. No que respeita às *joint-ventures*, 50% das ocorrências verificaram-se no ano 2000, enquanto 60% das outras alianças ocorreram nos anos de 2000 e 2001. As aquisições concentraram-se maioritariamente no ano de 2002 (55,3%) assim como as alienações (32,1%).

Quadro 3.1

Frequência da distribuição por anos do tipo de acontecimentos

Anos	Fusões		Joint-ventures		Outras Alianças		Aquisições		Alienações	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
2000	4	40,0	3	50,0	14	28,0	5	13,2	5	17,9
2001	3	30,0	1	16,7	16	32,0	10	26,3	4	14,3
2002	1	10,0	1	16,7	11	22,0	21	55,3	9	32,1
2003	1	10,0	0	0,0	4	8,0	1	2,6	6	21,4
2004	1	10,0	1	16,7	5	10,0	1	2,6	4	14,3
Total	10	100,0	6	100,0	50	100,0	38	100,0	28	100,0

Fonte: elaboração própria.

O quadro 3.2 apresenta a distribuição dos vários tipos de acontecimentos (fusões, *joint-ventures*, outras alianças, aquisições e alienações) por quatro tipos de sectores: bancos, transportes e energia, serviços informáticos e telecomunicações e outros. Esta distribuição dos anúncios por sector revela uma forte concentração das fusões na banca (50%) e nos serviços de informática e telecomunicações (40%), igual concentração regista-se também nas *joint-ventures* com 33,3% na banca e 50% nos serviços de informática e telecomunicações.

Os anúncios de outras alianças estão mais repartidos pelos diversos sectores destacando-se contudo o sector de transportes e energia com 40 %. Os anúncios de aquisições distribuem-se uniformemente pelos sectores de transportes e energia (31,6%), serviços informáticos e telecomunicações (26,3%) e outros (31,6%). Os anúncios de alienações repartem-se por bancos (21,4%), transportes e energia (32,1%), serviços informáticos e telecomunicações (17,9%) e outros (28,6%).

Quadro 3.2

Distribuição de acontecimento por sector

Sector	Fusão	%	JV	%	O.Al.	%	Aq.	%	Alien.	%
Bancos	5	50,0	2	33,3	6	12,0	4	10,5	6	21,4
Transportes & energia	0	0,0	1	16,7	20	40,0	12	31,6	9	32,1
Serv.Inf. & telecomu.	4	40,0	3	50,0	14	28,0	10	26,3	5	17,9
Outros	1	10,0	0	0,0	10	20,0	12	31,6	8	28,6
Total	10	100,0	6	100,0	50	100,0	38	100	28	100,0

Fonte: elaboração própria.

Conclusão

Neste capítulo apresentaram-se cinco hipóteses a testar, formuladas com base na revisão da literatura, que se podem sintetizar da seguinte forma: os anúncios de alianças provocam um rendimento anormal favorável nos títulos das empresas, a dimensão das empresas está negativamente correlacionada com o rendimento anormal e o mercado reage mais positivamente aos anúncios de alianças inter-grupo, entre empresas nacionais e do mesmo sector.

Quanto à metodologia, recorreu-se ao *event-study* e à análise *cross-section*. Foram apresentados dois modelos com variáveis explicativas diferentes e com amostras de dimensões diferentes. O método de estimação utilizado foi o método dos mínimos quadrados (OLS). Os *softwares* utilizados nos procedimentos de cálculo e testes foram o PHStat2 e o Microsoft *Excel* versão *Office-97* e TSP 4.5.

Os anúncios de alianças e de alienações foram obtidos através do *site* oficial da Comissão de Mercado de Valores Mobiliário e a informação utilizada referente às empresas foi retirada dos relatórios anuais de contas (dos anos 2000, 2001, 2002, 2003 e 2004). Quanto ao histórico das cotações das acções das empresas e do PSI20 foram obtidos da Bloomberg. O facto de não existir uma base de dados disponíveis com o tipo de informação necessária para o caso português tornou o processo da recolha de dados bastante moroso.

Capítulo 4

Análise de Resultados

Introdução

Este capítulo refere-se à interpretação dos resultados obtidos através da metodologia e modelos descritos no capítulo anterior.

Os quadros 4.1 e 4.2 apresentam os resultados obtidos através das regressões lineares múltiplas, robustas à heteroscedasticidade, para o rendimento anormal, considerando duas linhas temporais distintas (descritas no capítulo anterior) e utilizando a totalidade da amostra, ou seja, 132 observações.

Os quadros 4.3 e 4.4 apresentam os resultados obtidos através das regressões lineares múltiplas, robustas à heteroscedasticidade, para o rendimento anormal, considerando de igual modo as duas linhas temporais distintas, mas utilizando uma amostra parcial de 104 observações (que exclui as alienações).

Quanto ao poder explicativo das regressões apresentadas nos quadros, salienta-se o facto do R^2 ser relativamente baixo (aproximadamente 10% nas regressões para o dia do anúncio e cerca de 14 % para as regressões que explicam o rendimento anormal médio e acumulado) mas verifica-se que está ao nível dos R^2 apresentados nas regressões de trabalhos similares a este, por exemplo Balakrishnan e Koza (1993), Kale e outros (2002), e Chen e outros (1991)

Um R^2 baixo significa que o modelo tem um fraco poder explicativo, ou seja, existem outras variáveis explicativas importantes que não estão incluídas no modelo. No entanto podemos admitir que essas variáveis relevantes para explicar o rendimento anormal da empresa não estão relacionadas com as variáveis consideradas importantes para testar as hipóteses apresentadas (ou seja, são ortogonais). Então para o estudo em causa não é muito relevante o facto de não estarem incluídas nos modelos, apesar da sua ausência provocar um baixo R^2 .

A análise dos resultados será feita por cada hipótese a ser testada, os resultados obtidos através das regressões realizadas para testar as várias hipóteses estão apresentados, de uma forma resumida, nos quadros seguintes (4.1, 4.2, 4.3 e 4.4). O capítulo terminará com uma breve interpretação global dos resultados e suas conclusões gerais.

Quadro 4.1

Resultados das regressões lineares múltiplas (cálculo do rendimento anormal considerando 150 dias para a estimação)

Número de observações: 132

Sinal esperado	C	FAQ	ALJV	LAC	LPA	MB	LU	R ²	F
Variável dep.		+	+						
coef.est.	0,02207	0,00656	0,00839	-0,01557	0,01235	-6,2E-05	1,5E-05	0,08993	2,05861
desv.pad.	0,01802	0,00317	0,00359	0,01163	0,01033	0,0007	1,4E-05		
est.t	1,22485	2,06659	2,33526	-1,3386	1,19578	-0,08851	1,01656		
R0 p-value	0,223	0,041	0,021	0,183	0,234	0,93	0,311		
coef.est.	0,0326	-0,00046	-0,0062	-0,01467	0,01143	-2,8E-05	8,5E-06	0,0791	1,78947
desv.pad.	0,02359	0,00432	0,005	0,01411	0,01256	0,00084	1,8E-05		
est.t	1,382	-0,10637	-1,23981	-1,03968	0,90963	-0,03264	0,4665		
R+1 p-value	0,169	0,915	0,217	0,3	0,365	0,974	0,642		
coef.est.	-0,00683	-0,0004	-0,00117	0,006	-0,00549	0,00034	-6,9E-06	0,01269	0,26783
desv.pad.	0,0133	0,00297	0,00328	0,00928	0,00831	0,00066	1,1E-05		
est.t	-0,51392	-0,13319	-0,35526	0,64667	-0,66084	0,51761	-0,62948		
R+2 p-value	0,608	0,894	0,723	0,519	0,51	0,606	0,53		
coef.est.	-0,00539	-0,00353	0,00188	0,00438	-0,00323	2,9E-05	-1,8E-05	0,05054	1,10907
desv.pad.	0,01451	0,00321	0,00343	0,00888	0,00792	0,0008	1,2E-05		
est.t	-0,37112	-1,10246	0,54868	0,4933	-0,40812	0,0359	-1,57653		
R+3 p-value	0,711	0,272	0,584	0,623	0,684	0,971	0,117		
coef.est.	0,01542	-0,00248	0,00444	-0,00524	0,00335	-0,00012	2,3E-06	0,053126	1,16888
desv.pad.	0,02323	0,00476	0,0044	0,12321	0,01067	0,00075	1,4E-05		
est.t	0,66394	-0,52025	1,0098	-0,42538	0,31387	-0,15696	0,16504		
R+4 p-value	0,508	0,604	0,315	0,671	0,754	0,876	0,869		
coef.est.	-0,0057	-0,10691	-0,00432	0,01337	-0,01247	0,00044	-0,12871	0,051365	1,12804
desv.pad.	0,01371	0,003	0,0031	0,01046	0,00939	0,00054	1,3E-05		
est.t	-0,41568	-0,35661	-1,39291	1,27899	-1,32785	0,8034	-1,02076		
R+5 p-value	0,678	0,722	0,166	0,203	0,187	0,423	0,309		
coef.est.	0,0087	-0,00023	0,0005	-0,00195	0,00099	1E-04	-2,1E-06	0,13356	3,21149
desv.pad.	0,0057	0,00115	0,00117	0,004	0,00368	0,00021	4,1E-06		
est.t	1,52585	-0,19911	0,4296	-0,48896	0,26885	0,4863	-0,52159		
RAM p-value	0,130	0,842	0,668	0,626	0,788	0,628	0,603		
coef.est.	0,05218	-0,00137	0,00303	-0,01172	0,00594	0,0006	-0,12753	0,13356	3,21149
desv.pad.	0,0342	0,0069	0,00705	0,02397	0,02209	0,00123	2,4E-05		
est.t	1,52585	-0,19911	0,4296	-0,48896	0,26885	0,4863	-0,52159		
RAA p-value	0,130	0,842	0,668	0,626	0,788	0,628	0,603		

Fonte: elaboração própria.

Quadro 4.2

Resultados das regressões lineares múltiplas (cálculo do rendimento anormal considerando 120 dias para a estimação)

Número de observações: 132

Sinal esperado	C	FAQ	ALJV	LAC	LPA	MB	LU	R ²	F
Variável dep.	+	+							
coef.est.	-0,00445	0,00197	-0,00013	0,00606	-0,00568	8,9E-05	-6,9E-06	0,01289	0,27193
desv.pad.	0,01956	0,00407	0,00441	0,01227	0,01056	0,00063	1,3E-05		
est.t	-0,22728	0,48517	-0,0285	0,49415	-0,01056	0,14275	-0,51119		
R-2 p-value	0,821	0,628	0,977	0,622	0,591	0,887	0,61		
coef.est.	0,00051	0,00078	0,00175	0,00017	0,00041	-6,1E-05	-1,6E-05	0,024533	0,52395
desv.pad.	0,01852	0,00334	0,00374	0,12285	0,01077	0,00061	1,1E-05		
est.t	0,02766	0,23337	0,468	0,01424	0,03788	-0,09871	-1,51183		
R-1 p-value	0,978	0,816	0,641	0,09	0,97	0,922	0,133		
coef.est.	0,02248	0,00616	0,00821	-0,01601	0,12806	-8,3E-05	1,5E-05	0,08581	1,95542
desv.pad.	0,0183	0,00319	0,00363	0,01183	0,01047	0,00071	1,4E-05		
est.t	1,22859	1,93321	2,26133	-1,35414	1,22306	0,11702	1,02217		
R0 p-value	0,222	0,055	0,025	0,178	0,224	0,907	0,309		
coef.est.	0,03099	-0,29775	-0,00621	-0,01424	0,01122	-4,4E-05	7,2E-06	0,074393	1,67443
desv.pad.	0,23861	0,00434	0,00502	0,14234	0,01266	0,00085	1,8E-05		
est.t	1,29883	-0,06858	-1,23779	-1,00041	0,88601	-0,05211	0,39501		
R+1 p-value	0,196	0,945	0,218	0,319	0,377	0,959	0,694		
coef.est.	-0,00601	-0,00026	-0,00149	0,00578	-0,53076	0,00027	-7,2E-06	0,01353	0,28567
desv.pad.	0,01356	0,00294	0,00326	0,00943	0,00843	0,00065	1,1E-05		
est.t	-0,44344	-0,08816	-0,45647	0,61331	-0,62967	0,41302	-0,6572		
R+2 p-value	0,658	0,93	0,649	0,541	0,53	0,68	0,512		
coef.est.	0,00871	0,00167	0,00043	-0,00365	0,00269	3,4E-05	-1,6E-06	0,093761	2,15546
desv.pad.	0,00976	0,00135	0,00158	0,00663	0,00574	0,00024	5,7E-06		
est.t	0,89176	1,23948	0,2707	-0,54962	0,4687	0,14132	-0,27972		
RAM p-value	0,374	0,217	0,787	0,584	0,64	0,888	0,78		
coef.est.	0,04353	0,00836	0,00213	-0,01823	0,01344	0,00017	-8E-06	0,093761	2,15546
desv.pad.	0,04881	0,00674	0,00788	0,03317	0,02868	0,00119	2,8E-05		
est.t	0,89176	1,23948	0,2707	-0,54962	0,4687	0,14132	-0,27972		
RAA p-value	0,374	0,217	0,787	0,584	0,64	0,888	0,78		

Fonte: elaboração própria.

4.1 Análise dos resultados da hipótese H1: sinergia das alianças (variáveis FAQ e ALJV)

Esta hipótese foi testada recorrendo a duas variáveis: as fusões e aquisições (FAQ) por um lado e outras alianças e *joint-ventures* (ALJV) por outro.

Em relação aos resultados apresentados no quadro 4.1, os coeficientes estimados para a variável FAQ (nos cinco dias posteriores ao dia do anúncio e para explicar o rendimento anormal médio e o rendimento anormal acumulado) apresentam sinais negativos, o que contraria o sinal esperado pela teoria, excepto no dia do anúncio em que a variável se apresenta com coeficiente estimado positivo (o que vai ao encontro do sinal esperado pela teoria). Observa-se ainda que a variável FAQ apenas é estatisticamente significativa no dia do anúncio (para um nível de significância de 5%).

Quanto à variável ALJV apresenta coeficientes estimados positivos, ou seja, de acordo com a teoria, excepto no primeiro, segundo e quinto dia após a data do anúncio. De forma similar à variável FAQ, também a variável ALJV é apenas estatisticamente significativa (com um nível de significância de 5%) no dia do anúncio.

Quanto às regressões apresentadas no quadro 4-2 apenas o primeiro e segundo dia após o anúncio é que o coeficiente estimado da variável FAQ apresenta sinal negativo (contrário à teoria). Esta variável é apenas estatisticamente significativa (para um nível de significância de 10%) no dia do anúncio.

Em relação à variável ALJV apresenta os coeficientes estimados positivos em todas as regressões, excepto no segundo dia antes do anúncio e no primeiro e segundo dia após o anúncio. Tal como a variável anterior, só é estatisticamente significativa (para um nível de significância de 5%) no dia do anúncio.

Para explicar o rendimento anormal médio e para o rendimento anormal acumulado observa-se que as variáveis (FAQ e ALJV) não são significativas, em ambos os quadros.

Estes resultados permitem concluir que as fusões e aquisições bem como as outras alianças e *joint-ventures*, comparativamente com as alienações, têm um impacto positivo e significativo no rendimento anormal no dia do anúncio, ou seja, os resultados verificam a hipótese da sinergia no dia do anúncio, mas não se verifica para os dias anteriores nem posteriores.

A conclusão obtida para o dia do anúncio permite validar a primeira hipótese. Estes resultados são consistentes com os resultados obtidos por vários autores como: Chen e outros (1991) e Chiou e White (2003).

Quanto aos coeficientes das variáveis de controlo não serão feitas quaisquer interpretações, uma vez que não são relevantes para as hipóteses a testar.

Dado que os resultados obtidos permitem concluir que a hipótese da sinergia das alianças apenas tem impacto no dia do anúncio, só faz sentido testar as restantes hipóteses para o dia do anúncio.

Os próximos quadros (4.3 e 4.4) apresentam os resultados das regressões feitas para testar as restantes quatro hipóteses.

Quadro 4.3

Resumo dos resultados das regressões lineares múltiplas robustas à heteroscedasticidade (cálculo do rendimento anormal considerando 150 dias para a estimação)

Número de observações: 104

Sinal esperado	C	LCB	FIL	NAC	SEC	R ²	F
Variável dep.	-	-	-	+	+		
coef.est.	0,01694	-0,00274	-0,00113	0,00655	0,00754	0,10313	2,84597
desv.pad.	0,01485	0,00174	0,00319	0,00382	0,00353		
est.t	1,08042	-1,57995	-0,35463	1,71576	2,13345		
R0 p-value	0,282	0,117	0,724	0,089	0,035		

Fonte: elaboração própria.

Quadro 4.4

Resumo dos resultados das regressões lineares múltiplas robustas à heteroscedasticidade (cálculo do rendimento anormal considerando 120 dias para a estimação)

Número de observações: 104

Sinal esperado	C	LCB	FIL	NAC	SEC		
Variável dep.		-	-	+	-	R²	F
coef.est.	0,01497	-0,00262	-0,00115	0,00764	0,00663	0,09857	2,70642
desv.pad.	0,01515	0,00177	0,00322	0,00356	0,00388		
est.t	0,98848	-1,48169	-0,35584	2,1478	1,70593		
R0 p-value	0,325	0,142	0,723	0,034	0,091		

Fonte: elaboração própria.

4.2 Análise dos resultados da hipótese H2: dimensão relativa (variável LCB)

O quadro 4.3 e o quadro 4.4 mostram que os coeficientes da variável LCB são negativos o que vai ao encontro da teoria (a dimensão das empresas tem uma correlação negativa com o rendimento anormal), no entanto os resultados não são estatisticamente significativos.

Estes resultados permitem concluir que a hipótese da dimensão relativa é rejeitada para explicar o rendimento anormal no dia do anúncio.

4.3 Análise dos resultados da hipótese H3: sinergia inter-grupo (variável FIL)

O quadro 4.3 e o quadro 4.4 mostram que a variável FIL apresenta coeficientes com sinal negativo, o que coincide com o sinal esperado pela teoria. No entanto esta variável não se apresenta estatisticamente significativa.

Podemos concluir que, para as regressões apresentadas nos quadros 4.3 e 4.4, a hipótese da sinergia inter-grupo é rejeitada dado que a variável não é estatisticamente significativa.

4.4 Análise dos resultados da hipótese H4: superioridade nacional (variável NAC)

O quadro 4.3 e o quadro 4.4 mostram que a variável NAC apresenta os coeficientes estimados com sinal positivo o que vai ao encontro da teoria. No quadro 4.3, a variável NAC é estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%. No quadro 4.4, a variável NAC é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%.

Podemos concluir que a hipótese da superioridade nacional é aceite para explicar o rendimento anormal no dia do anúncio.

4.5 Análise dos resultados da hipótese H5: vantagem das alianças intra-sectoriais (variável SEC)

As regressões do quadro 4.3 e do quadro 4.4, quanto à variável SEC apresentam coeficientes estimados positivos, o que está de acordo com o esperado pela teoria. No quadro 4.3, esta variável é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% e no quadro 4.4, esta variável é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10 %.

Podemos concluir que a hipótese da vantagem das alianças intra-sectoriais é aceite para explicar o rendimento anormal no dia do anúncio.

Conclusão

De uma forma geral, os resultados obtidos com as regressões dos quadros 4.1 e 4.3 (ou seja, considerando 150 dias na janela de estimação) e dos quadros 4.2 e 4.4 (ou seja, considerando uma janela de estimação mais pequena, com apenas 120 dias) não diferem de forma muito significativa em termos estatísticos, significando que os diferentes intervalos utilizados para estimar o rendimento anormal não o influenciam de forma acentuada.

As regressões parecem ser estatisticamente mais significativas no dia do anúncio o que parece indicar que o mercado português de capitais é altamente eficiente, uma vez que o impacto dos anúncios se faz sentir no dia do anúncio esgotando-se nos dias anteriores e posteriores.

Chung e outros (1993) defendem que:

- Quando o mercado se ajusta de forma rápida e eficiente à nova informação, após o anúncio público, o rendimento anormal acumulado deve ser estável e o rendimento anormal médio deve ser zero;
- Quando o mercado se ajusta devagar e de forma ineficiente, o rendimento médio acumulado continua a subir até que o mercado se ajuste e incorpore totalmente a nova informação.

Com base nestes pressupostos, os autores afirmam que a reacção dos mercados de títulos aos anúncios públicos por antecendência (no dias anteriores aos anúncios) e o

ajustamento demorado dos preços à nova informação (reflectindo-se apenas nos dias posteriores aos anúncios) são efeitos contrários à hipótese de eficiência dos mercados financeiros.

Fazendo a síntese dos resultados obtidos para o dia do anúncio, pois é nesse dia em que as regressões se mostram estatisticamente mais significativas, concluímos que o mercado de títulos português reage de uma forma positiva e significativa:

- Aos anúncios de alianças (verificação de H1);
- Às alianças entre parceiros nacionais (verificação de H4);
- Às alianças entre empresas do mesmo sector (verificação de H5).

Por outro lado o mercado de títulos português não reage de forma significativa:

- À correlação negativa entre a dimensão das empresas e obtenção de rendimentos anormais positivos (não se verifica H2) e;
- À cooperação inter-grupo (não se verifica H3).

Conclusão Geral

O objectivo deste trabalho foi analisar o impacto dos anúncios de alianças no mercado de títulos português, tentando-se estabelecer uma relação entre alianças de empresas e criação de valor. Esta criação de valor para as empresas intervenientes na aliança foi medida através da riqueza criada para os accionistas, gerada pela valorização das suas acções.

A análise desenvolvida teve por base dois pressupostos: a eficiência dos mercados financeiros (pelo menos, eficiência na forma semi-forte) e imprevisibilidade dos anúncios de alianças na óptica dos investidores.

As alianças podem assumir várias formas. Neste trabalho foi adoptada uma definição bastante abrangente que inclui diferentes formas organizacionais tais como, simples acordos mais ou menos formalizados, *joint-ventures*, fusões e aquisições.

Com base na revisão da literatura aceitou-se que as alianças criam valor para as empresas que as formam. A magnitude desse valor é influenciada por múltiplas variáveis específicas, das quais se destacaram para formulação das hipóteses: a dimensão das empresas, a relação entre elas (se pertencem ou não ao mesmo grupo), a nacionalidade dos parceiros e o sector económico a que pertencem (empresas concorrentes ou não concorrentes).

Para se avaliar o impacto dos anúncios de alianças entre empresas no rendimento dos seus títulos construíram-se várias hipóteses que foram testadas utilizando uma metodologia *event-study* e uma análise *cross-section*.

Os resultados obtidos permitiram concluir que de facto os anúncios destes tipos de acontecimentos, as alianças entre empresas, causam um impacto favorável no rendimento dos títulos das empresas. Salienta-se que esta análise teve por base a comparação entre anúncios de alianças e anúncios de alienações.

Os anúncios de alianças entre empresas são sempre mais favoráveis do que os anúncios de alienações. Quando o impacto na valorização dos títulos é positivo, o anúncio de uma aliança tem um impacto superior quando comparado com o impacto do anúncio de uma alienação.

Quando o impacto na valorização dos títulos é negativo o anúncio de uma aliança é sempre menos negativo quando comparado com o anúncio de uma alienação. Ou seja, o mercado de títulos português “valoriza e acredita” mais em alianças entre empresas.

Outro aspecto muito importante é que o impacto favorável nos títulos apenas se verifica no dia do anúncio. A análise feita para os dias próximos e posteriores à data do anúncio, bem como a análise em termos de rendimento acumulado nos dias próximos ao anúncio e para o rendimento anormal médio não permitiu verificar nenhum impacto causado pelos anúncios.

Este resultado indica que o mercado de títulos português se ajusta aos anúncios de alianças quase instantaneamente. No dia do anúncio gera-se um rendimento anormal positivo nas cotações das acções, mas este rendimento anormal positivo não é visível nos dias “em volta” do anúncio, o que indicia grande eficiência no mercado de títulos português

A rapidez com que os preços dos títulos incorporam a nova informação pública disponível que chega ao mercado é um indiciador forte do “grau” de eficiência dos mercados de títulos, perante a conclusão anteriormente referida podemos dizer que o mercado de títulos português é altamente eficiente.

A variável utilizada para definir a dimensão da empresa foi a sua capitalização bolsista. No entanto esta variável não foi estatisticamente significativa, não permitindo validar a hipótese de que as empresas de menor dimensão obtêm, em termos proporcionais, maiores rendimentos anormais.

Para o caso português, parece que a dimensão das empresas que anunciam formar alianças não é uma variável relevante para definir a magnitude do impacto desse anúncio na valorização dos títulos, ou seja, não se conseguiu comprovar a tal correlação negativa muitas vezes sugerida na literatura.

Para o caso português parece que o facto das alianças serem entre empresas de grupos económicos distintos ou entre empresas do mesmo grupo não tem grande

influência na valorização dos títulos. O mercado não reage a esta variável, indiciando que os investidores não dão grande ênfase ao grupo a que pertence os parceiros.

Os investidores “apostam” mais nas alianças entre empresas nacionais, talvez porque, tal como sugere a teoria, as vejam como mais seguras (menos riscos de informação assimétrica) e com maiores probabilidades de sucesso.

As alianças formadas por empresas portuguesas com parceiros nacionais tem um impacto mais positivo do que as alianças com parceiros estrangeiros, reflectindo-se esse impacto em maior criação de valor (maiores rendimentos anormais positivos).

Por fim, o mercado de títulos português reage de forma mais favorável aos anúncios de alianças entre empresas do mesmo sector, sugerindo que a cooperação entre empresas do mesmo sector, tem um impacto positivo no mercado de títulos português, pois traduzem-se em criação de riqueza para as empresas intervenientes.

Em síntese, o estudo efectuado para o caso português, parece sugerir que face ao objectivo central deste trabalho a resposta é a de que os anúncios de alianças (ou se generalizar-mos mais as alianças) criam valor.

Da conclusão acima apresentada, a ideia mais importante a transmitir ao mercado, às empresas, aos investidores e a outros agentes económicos, é a de que as alianças são um instrumento poderoso colocado à disposição das empresas para estas poderem crescer, desenvolverem-se e gerar riqueza.

Conclui-se ainda que o mercado de títulos português valoriza as alianças entre parceiros nacionais e as alianças entre empresas do mesmo sector, mas não está significativamente correlacionado com a dimensão das empresas e com as alianças inter-grupo.

Salienta-se ainda que as conclusões obtidas neste estudo, foram provenientes de uma análise feita com base numa determinada amostra e num período específico não sendo prudente generaliza-las para todas as situações semelhantes que ocorram no mercado de títulos português uma vez que o próprio mercado, a economia e o meio envolvente, estão em constantes evoluções

Este trabalho apenas pretende dar um pequeno contributo para a análise destas questões deixando a porta aberta para muitos outros estudos relacionados que seriam interessantes de concretizar, até porque existe muita literatura sobre estes temas em variadíssimos países, o que não acontece em Portugal.

Bibliografia

ANAND, Bharat; Tarun Khana (2000); "Do firms learn to create value? The case of alliances", *Strategic Management Journal*, 21, 295-315

BALAKRISHNAN, S.; M. Koza (1993); "Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20, 99-117

BAYONA, Corredor (2002); Collaborative Culture and Stock Market Reaction to Alliance Announcements-The Spanish Evidence, Working Papers Series, Dt 55/02, Departamento de Gestion de Empresas, Universidad Publica de Navarra, 28 pp

BORDE, S. F.; A. M. Whyte; K. J. Wiant; L. J. Hoffman (1998); "New evidence on factors that influence the wealth effects of international joint venture announcements", *Journal of Multinational Financial Management*, 8 (1), 61-75

BROWN, S.; J. Warner (1985); "Using daily stock returns: the case of event studies", *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31

BURTON, M. B.; A. A. Lonie; D. M. Power (1999); "The stock market reaction to investment announcements: the case of individual capital expenditure projects", *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (5&6), 681-708

BORDE, S.F.; A.M.Whyte; K.J.Wiant; L.J.Hoffman (1998); "New evidence on factors that influence the wealth effects of international joint venture" *Journal of Multinational Financial Management*, 8 (1998), 63-77

- CHAN, Su Han; John Kensinger; Arthur J. Keown; John D. Martin (1997); "Do strategic alliances create value?", *Journal of Financial Economics*, 46, 199-221
- CHEN, H.; M. Hu; J. Shieh (1991); "The wealth effect of international joint ventures: the case of U. S. investment in China", *Financial Management*, 20 (4), 31-41
- CHIOU, Ingyu; Lawrence J. White (2003); Measuring the Value of Strategic Alliances in the Wake of a Financial Implosion: Evidence from Japan's Financial Services Sector, Working Paper , www.ssrn.com, 54 pp
- CHUNG, I. L.; K. J. Koford; I. Lee (1993); "Stock market views of corporate multinationalism: some evidence from announcements of international joint ventures", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 33 ([3]), 275-293
- CRUTCHLEY, C.; E. Guo; R. Hansen (1991); "Stockholder benefits from Japanese – U. S. joint ventures", *Financial Management*, 20 (4), 22-30
- ELTON, Edwin J.; Gruber, Martin J.(1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* , 5th ed., New York: Wiley, pp. 715
- FAMA, E. (1976); *Foundations of Finance*, Basic Books, New York pp 387
- FINNERTY, J. E.; J. E. Owers; R. C. Rogers (1986); "The valuation impact of joint ventures", *Management International Review*, 26, 14-26
- FROHLS, M. A.; A. J. Keown; M. M. McNabb; J. D. Martin (1998); Growth Opportunities, Corporate Governance and the Market Value of Multinational Joint Ventures, *managerial and decision economics*, 19 13-29



- GUPTA, A.; C. B. McGowan Jr; L. Misra; A. Missirian (1991); "Gains from corporate multinationalism: evidence from the China experience", *Financial Review*, 26, 387-407
- HARRISON, Jeffrey S, (2005), "Event Studies and The Importance of Longer-term measures in assessing the performance outcomes of complex events" pp 33
- HYNES, Niki; Diane A. Mollenkopf (1998); "Strategic Alliance Formation: Developing a Framework for Research", Lincon University – Commerce Division, Firms in Networks, 1027-1039
- HU, M. Y.; H. Chen; J. C. Shieh (1992); "Impact of U. S. – China joint ventures on stockholders' wealth by degree of international involvement", *Management International Review*, 32, 135-149
- IYER, Karthik N.S. (2002), "Learning in Strategic Alliances: An Evolutionary Perspective" Academy of Marketing Science Review Volume 2002 No. 10, 1-14
- JONES, Edward; Jo Danbolt (2003); The Announcement of Joint Venture Investments by UK Companies and the Market Value of the Firm, Discussion Paper Series in Accountancy & Finance, School of Management and Languages, 23 pp
- KALE, Prashant; Jeffrey H. Dyer; Harbir Singh (2002); "Alliance capability, stock market response, and long-term alliance success: the role of the alliance function", *Strategic Management Journal*, 23, 747-767
- KEIL, Tomas (2000), "Strategic Alliances: a Review of the State of the Art" Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business, Working Paper Series 2000 /10, pp 50

- KOH, J.; N. Venkatraman (1991); "Joint venture formations and stock market reactions: an assessment in the information technology sector", *Academy of Management Journal*, 34, 869-892
- LEE, I.; S. B. Wyatt (1990); "The effects of international joint ventures on shareholder wealth", *Financial Review*, 25, 641-649
- LUMMER, S.; J. J. McConnell (1990); Stock valuation effects of international joint ventures, in S. G. Rhee and R. P. Chang (eds), *Pacific-Basin Capital Markets Research*, Elsevier, Amsterdam, 531-546
- MAGRIÇO, V. (2000); Alianças Internacionais das Empresas Portuguesas num contexto de Globalização Tecno-Económica, dissertação de doutoramento em economia. Instituto Superior de Economia e Gestão / Universidade Técnica de Lisboa, pp 547
- McCONNELL, J.; T. Nantell (1985); "Corporate combinations and common stock returns [: The case of joint ventures?]", *Journal of Finance*, 15 [40 (2)], 519-536
- McGAHAN, Anita M.; Belén Villalonga (2001); Does the Value Generated by Acquisitions, Alliances and Divestitures Differ? Sector, Working Paper www.ssrn.com pp 39
- McWILLIAMS, A.; D. Siegel (1997); "Event studies in management research: theoretical and empirical issues, *Academy of Management Journal*, 40, 626
- MERCHANT, H. (2000); Event-studies of joint venture formation announcements: a synthesis and some possible extensions, in S. B. Dahiya (ed), *The Current State of Business Disciplines*, Spellbound, Rohtak, India, 1837-1861

- MERCHANT, Hemant; Dan Schendel (2000); "How do international joint ventures create shareholder value?", *Strategic Management Journal*, 21 (7), 723-738
- MOHANRAM, P.; A. Nanda (1998); "When do joint ventures create value?", www.ssrn.com pp 29
- MORCK, R.; B. Yeung (1992); "Internalization: an event study test", *Journal of International Economics*, 33, 41-56
- NIELSEN, Bo Bernnhard, (2000) "Synergie in Strategic Alliance: motivation and outcomes of Complementary and Sinergistics Knowledge Networks" Working Paper for Copenhagen Business School, pp 26
- NIKI, Heynes; Diane A., Mollenkopf (1998), "Strategic Alliance Formation: Developing a Framework For Research" Working Paper Commerce Division PO Box 84, Lincoln University, 1027-1029
- PARVATIYAR, Atul; Sheth, Jagdish N, (1998) "The Domain and Conceptual Foundations of Relationship Marketing" Working Paper for *Handbook of Relationship Marketing*, pp 49
- PARK, S.; D. Kim (1997); "Market valuation of joint ventures: joint venture characteristics and wealth gains", *Journal of Business Venturing*, 12, 83-108
- PATELL, J. N. (1976); "Corporate forecasts of earnings per share and stock price behaviour: empirical tests", *Journal of Accounting Research*, 14, 246-276
- REUER, Jeffrey J. (2001); "From hybrids to hierarchies: shareholder wealth effects of joint venture partner buyouts", *Strategic Management Journal*, 22, 27-44

- REUER, J. J.; M. Koza (2000); "Asymmetric information and joint venture performance: theory and evidence for domestic and international joint ventures", *Strategic Management Journal*, 21 (1), 81-88
- REUER, J.; K. D. Miller (1997); "Agency costs and the performance implications of international joint venture internalization", *Strategic Management Journal*, 18 (6), 425-438
- SIMÕES, Vítor Corado (1997) "Estratégias de Internacionalização das Empresas Portuguesas", in A. Romão (ed), *Comércio e Investimento Internacional*, Lisboa, ICEP, cap.14, 375-416
- SHUSTERMAN, Tatiana G.; John R. Norsworthy; Wolfgang Bessler (2001); "Stock Market Reaction to Mergers and Acquisitions Announcements in the U. S. Telecommunications Industry" www.ssrn.com pp 27
- SUÁREZ, Marta; Esteban Garcia-Canal (2000), "Complementarity and L"everage as Drivers of the Stock Market Reaction to Global Alliance Formation" www.ssrn.com pp 25
- WOHLSTETTER, Priscilla; Smith, Joanna; Malloy, Courtney L.(2005); "Strategic Alliances in Action: Toward a Theory of Evolution", *The Policy Studies Journal*, 33 (3), 410-442
- WOOLRIDGE, J. R.; C. Snow (1990); "Stock market reaction to strategic investment decisions", *Strategic Management Journal*, 11 (5), 353-363